

종목	투자 의견	목표주가
휠라코리아(081660)	매수	86,000원
락앤락(115390)	매수	36,000원
로만손(026040)	NR	-

기업가치를 바라보는 또 다른 기준, 브랜드

브랜드의 일반명사화

‘커피는 맥심, 크림은 프리마’라는 유명한 카피가 있다. 과거에 만들어졌지만 아직까지 회자되는 브랜드는 시공간을 초월하는 가치를 가진다. 과거 주식시장은 유형자산이 창출하는 영업 가치에만 초점을 맞추었으나 최근에는 브랜드 가치 및 경영자 전략 등 재무상태표에서 드러나지 않는 무형자산도 기업 평가의 중요한 기준으로 등장하기 시작했다. 우리는 기업가치를 설명하는 브랜드 가치에 주목하고자 한다.

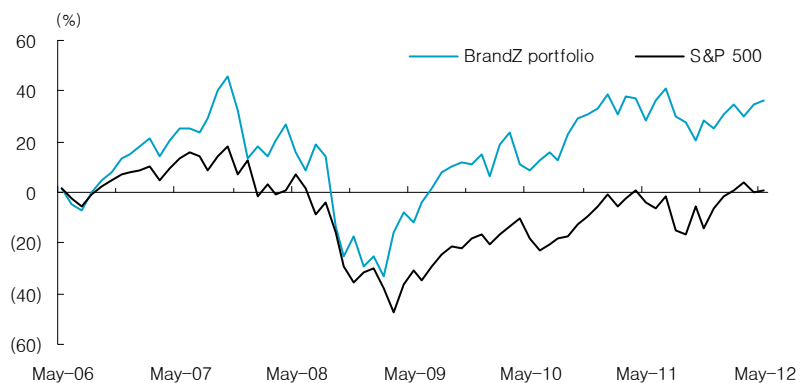
한국이 만든 브랜드

상장회사 중에서 브랜드 가치를 확보한 대표 업체는 ‘FILA’, ‘Titleist’ 등 세계적 브랜드를 보유한 휠라코리아, 플라스틱 용기 상품명을 밀폐용기의 대표명사로 만든 락앤락, 김연아 귀걸이로 유명한 J.ESTINA의 로만손 등이 있다. 휠라코리아의 FILA, Titleist 두 브랜드 가치는 5,190억원이다. 락앤락은 삼성, 현대차와 같은 초대형 회사를 제외한 어느 한국 기업도 구축하지 못한 글로벌 브랜드 파워를 자랑한다. J.ESTINA는 유럽 명품업체가 과점한 국내 주얼리·핸드백시장에서 국내 태생 브랜드로서는 이례적으로 인지도와 선호도 측면에서 정착에 성공했다.

브랜드 기대치에 실적으로 부응하는 휠라코리아, 락앤락, 로만손 추천

2분기 영업이익 개선이 예상되는 휠라코리아에 대해 투자 의견 ‘매수’를 유지하고 목표주가를 기존 76,000원에서 86,000원(2013F PER 13.7배)으로 상향한다. 락앤락은 성장(2012~2017년 매출 14.8% CAGR)과 중국 및 동남아 시장 확대의 성과 시현만으로도 추가적인 주가 상승이 가능하다. 로만손은 1분기 핸드백 부문 매출액이 전년 대비 100% 증가해 성공적인 브랜드 확장을 증명하는 가운데 현 PER은 10.1 배로 패션브랜드 업체로서 찾기 힘든 밸류에이션 매력을 가지고 있다.

브랜드 차이가 주가 차이를 만든다



자료: Millward Brown, 한국투자증권

스몰캡팀
박가영 3276-5979
parkga00@truefriend.com

제약/바이오/화장품
이정인 3276-6239
jilee@truefriend.com

이상은 3276-6196
sangeun.lee@truefriend.com

의류/교육/제지
나은채 3276-6160
ec.na@truefriend.com

나진아 3276-6171
jinah.na@truefriend.com

Sector report focus

□ 리포트 작성 목적

- 재무제표에 계상되지 않는 무형자산이지만 기업가치를 형성하는 주요 팩터로서 브랜드 가치 분석
- 한국 브랜드 트렌드 흐름(거대 제조기업 이름의 브랜드화 → 중견기업 대표 상품의 브랜드화)을 짚고 후자에 해당하는 기업 발굴

□ 핵심 가정 및 valuation

- 매출액 중 온전히 브랜드력만으로 창출되는 매출액과 관련비용을 구분 계리하여 해당기업의 브랜드 가치를 DCF 모델을 활용해 산출
- 휠라코리아의 성장은 국내 의류 소비 전망과 매장 증가에 연동. 로열티 수입은 안정적으로 7~8%대 성장. Acushnet은 과거 평균 매출 성장률 8% 가정
- FILA 브랜드 가치는 DCF 산출 시 현 기업가치의 75%에 해당되는 6,780억원. FILA 브랜드 영업권 3,790억원과 Acushnet 기투자금액 1,400억원을 감안 시 두 브랜드의 가치는 5,190억원으로 산출
- 락앤락의 2012년~2017년 매출 CAGR 14.8%(한국 4.3%, 중국 20.1%, 동남아 19.8%), 순이익 CAGR 18.5% 가정
- 락앤락의 브랜드 가치는 기업가치(Enterprise Value, 목표 시가총액 기준)의 33.1%에 해당되는 6,083억원으로 가정(DCF 산출)
- 로만손의 경우 2013~2014년 J.ESTINA 핸드백 부문 매출 성장속도를 과거 주얼리 론칭 이후 성장 속도(2004~2011년 CAGR 32.5%)에 가속변수를 부가해 산출
- 로만손의 브랜드 가치는 현 기업가치(Enterprise Value)의 38.5%에 해당되는 633억원(DCF 산출)

□ 위험 / 기회 요인

- 휠라코리아: 기회 요인은 FILA 브랜드 라이선스 교체로 인한 브랜드 성장. 중국 골프 시장 성장에 따른 Acushnet의 성장 가능성. 위험요인은 중국 시장 내에서의 경쟁 심화
- 락앤락: 기회 요인은 중국 2-3선 도시와 동남아(베트남, 인도네시아)의 밀폐용기 penetration 확대, 위험요인은 홈쇼핑 채널규제와 경기침체로 인한 한국 본사 부진 지속
- 로만손: 국내 네오 럭셔리 브랜드 론칭 확대에 따른 내수 경쟁강도 확대, 향후 타 영역(향수, 바디제품, 패션소품)으로의 급격한 브랜드 확장으로 인한 브랜드 희석 우려

□ 산업의 주요 특징

1) 의류산업

- 2013년 국내 의류 소비 35조원 예상. 1위 업체 점유율이 5% 넘지 않아 과점화되기 어렵고 세분화된 시장.
- 글로벌 top-tier 업체들의 해외 매출 비중은 30~90% 이상까지 되는 반면 국내 대표 패션업체들의 해외 비중은 전무함. 일부 중국 진출 업체 또는 OEM 업체들만이 해외 시장에서 선전. 휠라코리아가 브랜드 업체로서 해외 매출 비중 가장 높음

2) 플라스틱 용기 산업

- 2013년 전세계 밀폐용기 시장은 4.2조원, 중국시장은 2.4조원, 미국/유럽, 한국 등 선진시장은 포화, 이머징 국가는 10% 이상 성장
- 플라스틱 밀폐용기의 경우 진입장벽이 크지 않아 각 나라마다 수백개의 유사제품 존재. 그러나 브랜드 파워/채널 장악력을 가진 전통 강자들이 압도적인 시장 지배력 유지(예, Tupperware와 Rubbermaid의 미국/유럽 시장점유율 85%, 락앤락의 한국 시장점유율 60%)
- Top-tier의 성장성은 자국 시장지배력 유지하면서, 1) 신규시장 진출, 2) 품목다각화(유리, 세라믹 등)를 통한 매출 창출이 중요

3) 핸드백 산업

- 국내 핸드백 시장 규모 2012년 기준 4.5조원: 그 중 명품 브랜드 시장은 3조원, 매스티지(masstige: 대중의 'mass'와 명품의 'prestige'를 조합한 신조어. 합리적 가격의 대중화된 명품을 뜻함) 브랜드 시장은 1.5조원
- 명품업체들이 과거 수공업 체제를 고수해 품질과 희소가치를 유지하는 반면 브랜드를 가진 매스티지 회사들은 외주가공 시스템을 채택해 디자인과 마케팅에 역량을 집중하고 있음
- 매스티지에 속한 주얼리 대표 브랜드로는 스와로브스키, 아가타, 스톤헨지 등이 있음. 매스티지로 분류되는 핸드백은 성주그룹의 MCM, 태진인터내셔널의 루이까뜨즈 등

□ 밸류에이션 비교

- 휠라코리아 2013F PER 10.7배 (조정순이익 기준). 글로벌 스포츠웨어 패션업체 평균 PER 20배
- 락앤락 2013F PER 19.8배(2008~2013년 역사적 평균 PER 30배. 글로벌 생활용품 평균 PER 20.5배, 중국 소비재 평균 PER 15.9배(<표 17-18> 참조)
- 로만손 2013F PER 10.1배

Contents

I. 브랜드 이야기	2
1. 브랜드와 가치	
2. 한국이 만든 브랜드 & valuation	
II. 추천 종목	17
1. 휠라코리아(081660)	
2. 락앤락(115390)	
3. 로만손(026040)	

I. 브랜드 이야기

1. 브랜드의 가치

일반명사화될 정도로 유명해진 브랜드

어떤 상품 브랜드가 유명해져서 그 자체로 일반명사화로 굳어진 경우가 있다. ‘커피는 맥심, 크림은 프리마’라는 유명한 카피가 있다. 이 광고문구는 소비자에게 강렬히 새겨져 이후 사람들은 믹스커피를 부를 때 ‘맥심’이라 말하고 크림을 넣을 때 ‘프리마’를 달라고 하게 되었다. ‘봉고’는 기아자동차에서 생산하던 차량의 이름이었으나 9인승 이상 대형 승합차를 지칭하는 말로 굳어졌다. 스카치테이프, 워크맨, 블루스타, 스티로폼, 포크레인, 미원 등도 상품 이름으로 시작해 관련 제품을 통칭하는 말로 널리 쓰인다.

시공간을 초월하는 브랜드 가치

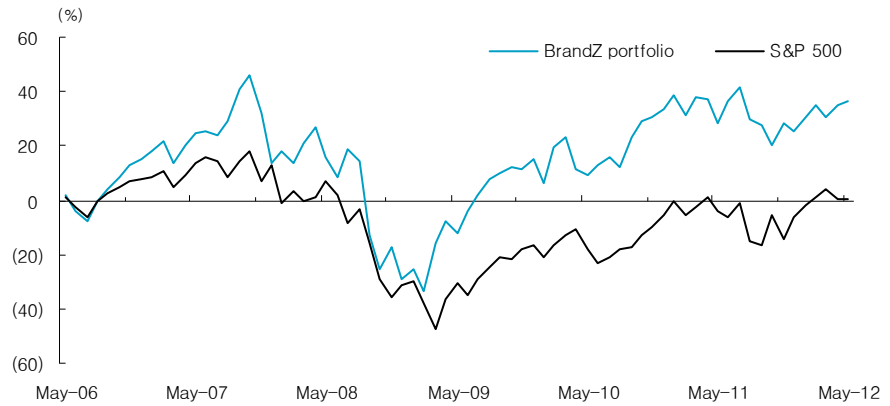
기업이 상품의 스펙(기능, 성능, 디자인, 가격)에 집중하는 것 외에 브랜드를 구축하기 위해 투자하는 이유는 브랜드가 시공간을 초월하는 가치를 지니기 때문이다. 한번 안착된 브랜드 이미지는 소비자의 뇌리에 오랫동안 각인되는 특징이 있어, 경쟁재나 대체재로부터 견고한 진입장벽을 쌓을 수 있다. 1974년에 출시된 빙그레 ‘바나나맛 우유’의 경우, 항아리 모양의 독특한 용기 모양으로 단지우유의 대명사로 자리잡으며 39년이 지난 지금도 하루 평균 80만 개 이상, 연 2억 5만 개 이상 판매되고 있다(누적판매량 53억개). 이후 남양유업 ‘진짜 바나나 우유’, 서울우유 ‘바나나 우유’, 매일유업 ‘바나나는 원래 하얗다’ 등 차별화된 바나나 우유가 출시됐지만 원조 바나나맛 우유의 판매량은 매년 신기록을 경신하고 있다.

〈표 1〉 브랜드가 일반명사처럼 쓰이는 경우

브랜드 명	제조사	지칭 상품	일반명사화된 이유
맥심	동서식품	믹스커피	안성기 출연 CF에서 “커피는 맥심, 크림은 프리마”라는 광고카피가 인기를 끌게 됨
프리마	동서식품	크림	
봉고	기아차	대형 승합차	가나대통령 ‘봉고’의 한국방문을 기념한 자동차명
제록스	제록스	복사기	제록스사가 만든 복사기가 보편화되면서 일반명사화됨
워크맨	소니	소형 카세트테이프	Aiwa, panasonic에서 나온 카세트테이프도 워크맨으로 지칭됨
지프차	윌리스	사륜구동차	2 차대전 미군용차로 처음 개발된 윌리스사의 사륜구동차
대일밴드	대일화학공업	삼처치료용 반창고	미국에서는 ‘band-aid’라는 상표 있음
스카치테이프	3M	접착용 셀로판테이프	미국 3M사의 상표명으로 셀로판 접착 테이프 지칭
포스트잇	3M	간이 접착식 메모지	간소한 접착 메모지라는 새로운 제품 발명
블루스타	한국후지카	야외용 버너	한국후지카에서 생산한 휴대용 부탄 가스버너 상표명
버버리코트	Burberry	트렌치코트	대표 트렌치 코트의 이름에서 유래
호치키스	EH Hotchkiss	스텝플러	미국 발명가인 벤저민 버클리 호치키스가 발명
오양맛살	사조오양	게맛살	빨간색 게맛살의 원조인 ‘오양맛살’에서 유래
초코파이	오리온 (구 동양제과)	머쉬멜로가 든 초콜릿 과자	현재는 롯데, 크라운 등에서도 ‘초코파이’ 사용
사이다	칠성	탄산음료	1950년 처음 생산된 ‘칠성사이다’의 히트로 각인
바세린	유니레버	연고	대표 연고 이름에서 유래
스판(스판덱스)	Dupont	섬유 소재	듀폰사가 개발한 신축성이 있는 섬유 소재 상표명
나일론	Dupont	폴리아미드 섬유	듀폰사가 개발한 폴리아미드 섬유 상표명
바리깡	Bariquand et Marre	이발기	자동 이발기를 처음 개발한 프랑스 회사 이름에서 유래
스티로폼	다우케미컬	단열재	미국 다우케미컬사의 발포 폴리스티렌 수지 단열재 상표명
포크레인	Poclain	굴착기	굴착기 상표명에서 유래
트롬	LG 전자	드럼 세탁기	국내 최초 드럼 세탁기 명에서 유래
하이타이	력키(현 LG 화학)	분말세제	60년대 력키에서 생산한 분말 합성세제 상표명
미원	동아화성공업 (현 대상)	MSG 조미료	1959년 동아화성공업에서 생산한 MSG 조미료의 시초
스팸	spam	통조림 햄, 광고메일	미국 스팸사가 광고 수단으로 전단지 배포한 사건에서 유래

자료: 한국투자증권

[그림 1] 브랜드 포트폴리오의 주가수익률은 시장을 상회



자료: Millward Brown 'BrandZ Top 100 Most valuable brands'

브랜드 가치는 주주가치 제고에도 도움

Millward Brown사가 매년 집계하여 발표하는 'BrandZ Top 100' 보고서에 따르면 2006년부터 2012년 5월까지 세계 최고가치 브랜드 탑 100의 투자수익률(ROI)은 S&P500을 훨씬 상회하는 것으로 나타났다. S&P500에 속한 기업들의 총 ROI는 2.3%인데 비해, BrandZ에 선정된 기업 포트폴리오는 36.3%에 달했다. 주가 측면에서도 마찬가지로 BrandZ 포트폴리오의 동기간 주가수익률이 37.5%인데 비해 S&P500의 주가수익률은 0.4%에 불과했다.

브랜드 로열티가 매출로 들어오는 지주회사

일반 기업의 재무제표에는 기업의 브랜드가 수치상으로 계상되지 않지만, 지주회사의 경우 자회사가 벌어들이는 매출의 일부가 브랜드 효과라는 점을 인정해 해당 브랜드 가치가 '매출'의 형태로 손익계산서에 기록된다. 지주회사의 주된 수입원 중 일부가 자회사로부터 받는 로열티 수익(상표사용료, Brand royalties)이다. 지주회사가 계열회사로부터 받는 브랜드 로열티는 통상 매출액의 0.1%에서 0.3%선에서 결정되며, 일부 브랜드의 경우 1%~5%선까지 받는 경우도 있다. 브랜드 가치를 재무제표에 수치화하는 데 있어 가장 대비되는 회사는 LG와 포스코다. LG의 경우 초기부터 브랜드 로열티를 받기 시작한 반면 포스코는 현재 포스코 브랜드에 대한 상표 사용료를 받지 않고 있다. 하지만 최근 포스코 브랜드관리위원회에서 브랜드 가치를 인정하고 그룹 차원의 브랜드 관리를 위해 포스코 브랜드를 사용하는 계열사에 대해 브랜드 로열티를 받기로 결정했다. 브랜드의 가치를 인정하고 대가를 지급하는 트렌드는 지속적으로 확산될 것으로 보인다.

<표 2> 지주회사의 브랜드 로열티 (단위: %, 십억원)

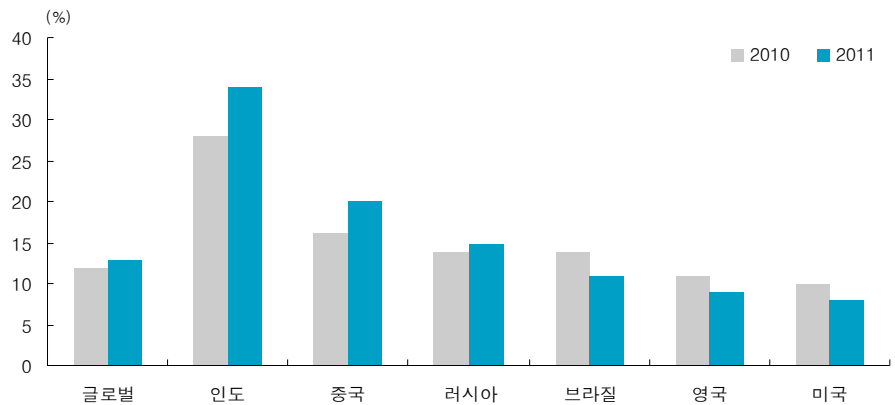
지주회사	브랜드 사용료율 (% of sales)	브랜드 사용료 매출액	브랜드 사용료를 내는 계열사
LG	0.2%	252.6	LG 전자, LG 화학, LG 유폴러스, LG 생활건강 등
SK	0.2%	210.6	SK 이노베이션, SK 텔레콤 등
CJ	0.3% (하반기부터 0.4%로 인상)	52.0	CJ 제일제당, CJ E&M, CJ CGV 등
두산	0.3%	42.6	두산중공업, 두산건설 등

주: 브랜드 사용료 매출액은 2012년 기준
 자료: 한국투자증권

명품 시장에서 브랜드는 절대적 선택가치

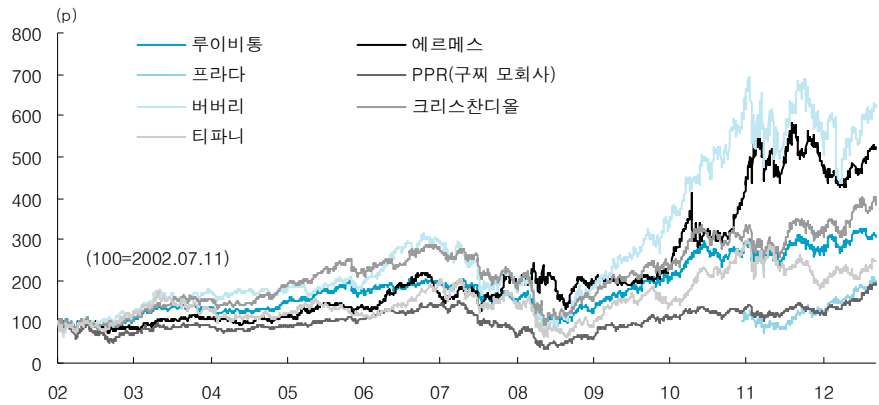
특히 명품시장을 보면 브랜드 가치의 중요성을 극단적으로 파악할 수 있다. 시장에 명품 브랜드의 정교한 카피본(A급)이 비싼 가격에 거래되거나, 단종된 핸드백이 정가보다 높은 가격에 팔리는 현상이 이를 방증한다. 명품 브랜드에서 중요한 것은 디자인, 기능, 성능이라기보다 브랜드 자체다. 브랜드 자체를 소유하는 데서 오는 만족도가 크기 때문에 가격이 높을수록 수요가 늘어나는 베블렌 효과(Veblen effect)가 나타나기 때문이다. 핸드백 선택 시 고려하는 기타 특성-가격, 디자인, 편의성 등-이 아무리 우월할 지라도 샤넬을 대체할 수 없는 것이 일반적이다.

[그림 2] 명품을 선택할 때 브랜드가 중요하다고 답한 비율



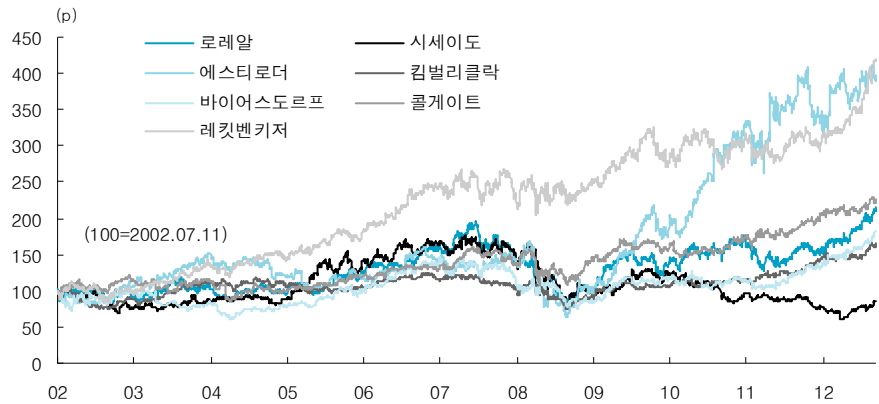
자료: Millward Brown

[그림 3] 럭셔리 브랜드 주가 추이



자료: Bloomberg

[그림 4] 매스티지 브랜드 주가 추이



자료: Bloomberg

높은 브랜드 가치=높은 진입 장벽=높은 매출액 증가율과 영업이익률

브랜드 가치 차이는 명품과 매스티지 비교를 통해서도 알 수 있다. 2002년 7월 11일을 100으로 한 주가추이를 보면 브랜드 가치가 높은 명품 업체들의 주가는 현재 200~500p에 분포해 성과 측면에서 150~350p에 포진한 매스티지 업체보다 대체로 우세하다. 매스티지 시장에서는 상품을 구매할 때 고려하는 여러 팩터의 중요성이 소비자마다 다르고, 따라서 한 팩터의 우월성이 다른 팩터를 쉽게 대체하는 특징이 있다. 그러나 명품 선택에 있어서 가장 중요한 것은 브랜드이며, 브랜드 선호도가 결정되면 타 브랜드의 여타 우위가 쉽게 파고들지 못한다. 즉, 견고한 진입장벽을 세워 소비자 마음속에 깊숙이 포지셔닝되는 특징이 있어, 1) 불황에도 불구하고 가격 인상이 가능하며, 2) 대중적인 홍보나 마케팅 프로모션을 하지 않아도 수요가 유지되거나 오히려 증가하며, 3) 기존 영역과 관련된 영역으로의 브랜드 전이가 쉽다는 특징이 있다.

<표 3> 글로벌 peer group valuation

회사	PER			PBR			EV/EBITDA		
	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F
루이비통	19.3	17.1	15.3	2.7	2.4	2.2	10.4	9.4	8.5
에르메스	37.0	34.1	30.2	14.1	9.3	8.1	24.9	20.2	18.1
프라다	32.8	26.1	21.7	10.8	8.7	7.1	19.4	18.4	15.2
PPR(구찌 모회사)	18.9	16.2	13.9	1.9	1.8	1.7	12.0	10.9	9.7
버버리	21.4	20.8	18.2	7.0	5.8	4.9	16.0	11.1	9.7
크리스찬디올	NA	14.6	12.7	2.3	1.7	1.5	NA	6.1	5.5
티파니	21.3	21.5	19.9	3.6	3.0	2.7	11.0	10.2	9.3
명품 평균	25.1	21.5	18.8	6.1	4.7	4.0	15.6	12.3	10.9
로레알	NA	23.8	21.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA
에스티로더	25.4	24.4	21.4	8.0	7.7	6.6	13.8	13.3	11.9
시세이도	51.4	49.3	27.1	1.9	1.9	1.9	11.5	10.3	8.8
바이어스도르프	34.4	29.8	26.3	5.0	5.0	4.1	17.4	16.7	15.0
콜게이트	21.4	20.0	18.0	24.4	24.7	23.4	13.5	12.7	11.6
래킷벤커저	17.6	17.9	16.9	5.7	5.2	4.6	13.4	13.2	12.5
매스티지 평균	30.0	27.5	21.9	9.0	8.9	8.1	13.9	13.2	12.0
힐라코리아	5.2	7.6	6.0	1.5	1.3	1.1	8.7	7.9	6.5
락앤락	21.0	19.8	16.3	2.1	2.5	2.1	12.2	11.9	9.5
로만손	18.6	10.1	6.7	2.8	2.2	1.7	16.8	9.2	6.0
한국 평균	14.9	12.5	9.7	2.1	2.0	1.6	12.6	9.7	7.3
전체 평균	24.7	22.1	18.3	6.3	5.5	4.9	14.4	12.1	10.5

주: valuation 지표는 Bloomberg consensus 기준
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

2. 한국이 만든 브랜드 & valuation

거대 제조기업이 브랜드 선도

한국이 만들고 세계가 사용하는 글로벌 한국 브랜드의 시초는 삼성, 현대, 대우 등 국내 거대 제조업이 주도했다. 제품은 주로 핸드폰, 반도체, 자동차, 조선, 가전 등 첨단산업이었다. 삼성은 2000년대부터 ‘한국의 대표 브랜드 삼성’이라는 캐치프레이즈로 브랜드 마케팅을 전개했다. 삼성은 전세계에서 top 10위권에 랭크되는 글로벌 브랜드로서 한국의 대표성을 지닌다는 점을 소비자에게 각인시키는 광고를 했고 공신력 있는 기관의 백업과 더불어 삼성은 한국 1등 브랜드라는 점을 더욱 확고히 했다. 현대자동차의 미국 시장 침투와 글로벌 확대 전략으로 현대 브랜드 또한 전세계인에 대한 인지도를 높이고 있다.

진입장벽이 낮은 산업군에서 차별화 요소로 더욱 부각되는 브랜드

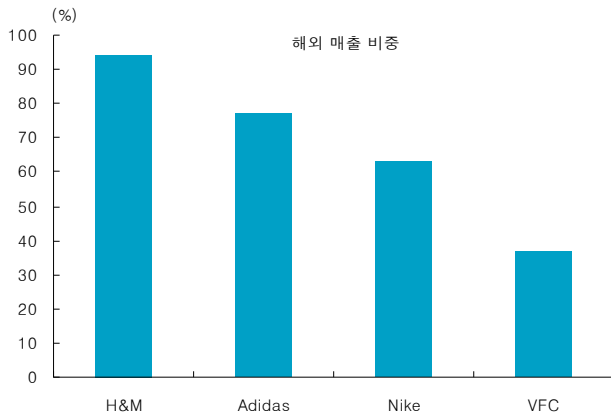
과거 거대 제조기업 이름 자체가 브랜드화되었다면 최근에는 국내 중소기업의 대표상품이 글로벌 인지도를 확보하는 브랜드로 안착되는 사례가 늘어나고 있다. 위에서 언급한 거대 제조기업의 경우 산업 특성상 대규모 자본력과 기술력을 요하는 경우가 많아 진입장벽 자체가 높은 산업에서 먼저 시장을 선점하고 회사 이름이 브랜드화된 경우다. 즉, 과거 성장에서 브랜드가 기업가치에 기여했다기보다 성장의 결과물이 브랜드로서 널리 알려지게 된 것이다. 하지만 최근 브랜드 특성은 브랜드 자체가 하나의 가치를 형성해 기업가치를 강화하는 사례가 많다. 음식료, 의류, 엔터테인먼트, 화장품, 주얼리 등 내수산업에서 시작해 브랜드를 검증 받고 기반을 다진 후 해외로 진출하는 특성을 보이고 있다. 오히려 진입장벽이 낮은 산업군에서 브랜드는 기업을 차별화하는 요소가 된다. 소비자 성격이 짙은 내수주가 해외주로 리레이팅되어 로컬기업과 경쟁할 때 갖춰야 할 첫 번째 요건으로 브랜드가 꼽히고 있다. 대표적인 것이 오리온 ‘초코파이’, YG엔터테인먼트의 ‘싸이’신드롬, LG생활건강의 ‘더페이스샵’, 에이블씨엔씨의 ‘미샤’ 등이다.

1) 휠라코리아, 글로벌 브랜드 사업을 영위하는 유일한 국내 패션 업체

브랜드의 꽃, 패션 브랜드는 확장 가능성 무한대

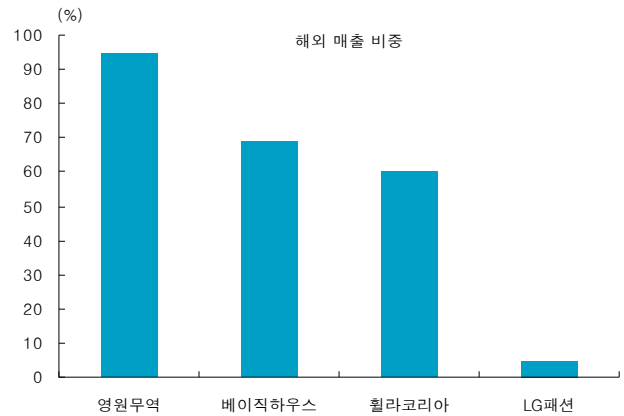
패션에서 브랜드의 중요성은 말할 나위 없이 중요하다. Nike, Adidas, GAP 등 글로벌 브랜드들은 브랜드가 곧 기업명인 경우가 다수다. MS가 낮고 진입 장벽이 낮으며 브랜드의 수명이 짧다는 패션 업종의 고질적인 할인 요인에도 불구하고 파워 브랜드의 경우 MS보다는 로열티에 힘입어 강한 진입 장벽을 형성하고 경쟁 심화에도 꾸준한 성장을 지속할 수 있다. 파워 브랜드는 남성, 여성, 아동복 등으로 복종을 확대하고 향수, 안경, 주얼리 등 카테고리 확장이 가능하다. 명품 브랜드의 경우 호텔, 리조트까지 영역 확대를 이룬 경우도 있다. 강력한 브랜드 파워는 해외 진출에서의 성공 가능성도 높여 준다. 글로벌 top 브랜드인 나이키, 아디다스, VFC, 최근 떠오른 SPA 대표주자 H&M의 글로벌 매출 규모는 20조원 이상이고 이중 해외 매출 비중이 적게는 30%대에서 많게는 90% 이상이다. 반면 국내 패션업체들의 해외 매출 비중은 여전히 미미하다. 의류 OEM이나 중국 사업이 있는 일부 업체에 한해 해외 매출 비중이 높으며 나머지 패션업체들은 대부분 내수에 기반한 영업을 하고 있다. 패션업체 중 가장 눈에 띄는 업체는 휠라코리아로 해외 매출 비중이 60%에 달한다.

[그림 5] 글로벌 패션 브랜드 해외 확장 가능성 높아



자료: 각사, 한국투자증권

[그림 6] 국내 패션업은 해외 매출 비중 여전히 미미



자료: 각사, 한국투자증권

<표 4> 국내 주요 패션 업체들은 내수 시장에서 라인 확장: 파워브랜드는 복종 및 품목 다각화 가능

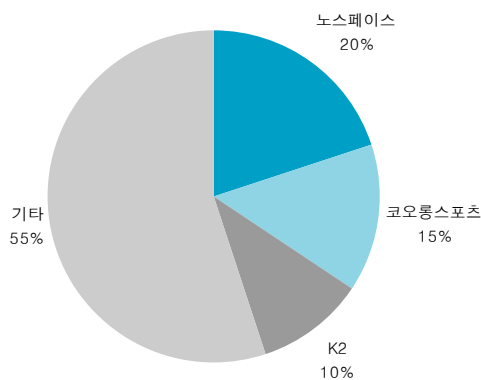
	제일모직	LG 패션	한섬	한섬	휠라코리아	골드윈코리아	
대표 브랜드	Bean Pole	DAKS	Hazzys	TIME	SYSTEM	FILA	North Face
라인 확장	Bean Pole Ladies	DAKS Men	Hazzys Men	TIME	SYSTEM	FILA	Men
	Bean Pole Accessory	DAKS Ladies	Hazzys Ladies	TIME Homme	SYSTEM Homme	FILA Golf	Women
	Bean Pole Golf	DAKS Accessory	Hazzys Accessory			FILA Kids	Kids
	Bean Pole Kids	DAKS Golf	Hazzys Golf			FILA Intimo	Footwear
	Bean Pole Outdoor	DAKS Kids	Hazzys Sport			Filativa	White Label
	Bike Repair Shop		Hazzys Eyewear (라이선스)			FILA Outdoor	

자료: 각사, 한국투자증권

스포츠, 기능성 웨어에서
브랜드의 중요성은 더욱 커져

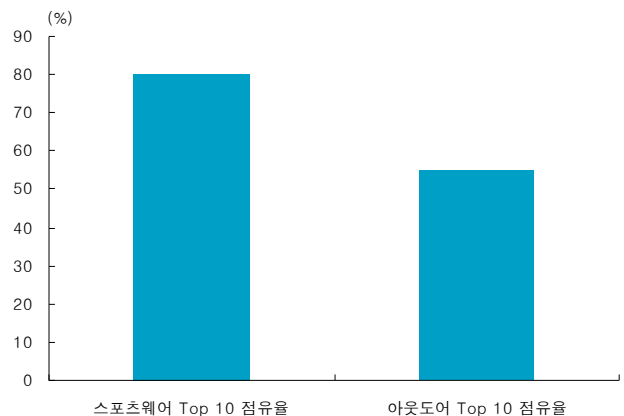
스포츠웨어, 아웃도어 등 기능성 패션의 경우 브랜드의 중요성은 더욱 높아져 과점화 현상도 두드러진다. 국내 아웃도어 의류 시장은 상위 업체들의 과점 시장이고 중국에서 스포츠, 아웃도어 top 10 점유율은 60% 이상이다.

[그림 7] 국내 아웃도어 상위 업체 점유율 높아



주: 2010년 기준
자료: 업계 자료, 한국투자증권

[그림 8] 중국 스포츠,아웃도어는 브랜드 선호도 매우 높아



자료: Li&Fung, 渠道网

‘FILA’와 ‘Titleist’ 세계적
브랜드 보유, 장부가액 기준
5,000억원 이상

휠라코리아의 대표 브랜드 ‘FILA’와 2011년 인수한 Acushnet의 ‘Titleist’, ‘Footjoy’는 국내 브랜드는 아니다. FILA와 Acushnet은 둘 다 휠라코리아가 PEF와 함께 각각 2007년, 2011년 인수하면서 브랜드 소유권을 확보하게 되었다. 휠라코리아가 2007년 휠라 본사의 Trademark와 자산을 4억 달러에 인수했는데, FILA 브랜드 가치는 장부가액으로 인수 당시 영업권으로 계상된 무형자산 3,720억원으로 간주할 수 있다. 실제로 매년 로열티 금액을 DCF 방식으로 평가해 무형자산의 가치를 하회할 경우 감액하게 된다. Acushnet의 가치는 현재 휠라코리아의 총 투자금액 1,400억원으로 평가할 수 있다. 두 브랜드의 가치는 장부가액만으로도 5,000억원 이상의 가치가 있다.

FILA 브랜드는 현재 130개국 이상에서 31개의 라이선스 또는 해외 직진출 형태로 영업이 영위되고 있다. 상품 판매, 라이선스 수수료, 기타 카테고리 수수료 등 다양한 형태로 브랜드 로열티를 수취하고 있다. 해외 라이선스 브랜드의 경우 글로벌 경기가 호조를 보였던 2011년 로열티 수입은 5,860만 달러(650억원), 휠라 브랜드에 대한 로열티 수입이 연 5,372만 달러(약 600억원)에 달한다. 휠라코리아와 USA는 직접 제품 매출 형태로 휠라코리아와 USA를 제외할 경우에도 연 3,352만 달러에 달했다.

〈표 5〉 휠라 브랜드 다양한 수익 원천, 2012년 브랜드 로열티 수입은 600억원에 달해

구분	주요 지역	주요 파트너	사업개요	수수료율
상품판매	국내	한국	Fila Korea	국내 MS 2 위 연령별, 기능별 총 6 개의 다양한 브랜드 라인 보유
	해외	미국	Kohl's 등	Wholesale 위주 2007년 인수 후 구조조정 완료 및 Brand Repositioning
License Fee	Master Licensee	EMEA, 남미	Integrax	2.5~3%
	Regional Licensee	일본, 대만, 호주 등	General trading corporation 등	Fila Luxembourg 가 Licensee 로부터 상표권 사용에 대한 Royalty 수취 7~8%
	Category Licensee	전 세계	Fila watches 등	7~8%
기타 Royalty	GMIC	전세계	주요 6 개 licensee	순이익의 1.3%를 공동 마케팅 활동에 사용하기 위해 수취하는 금액 1.3%
	Service Fee	중국, 타이완	Full Prospect, Yih Dah	디자인 서비스를 제공하고 받는 수수료 3%

자료: 휠라코리아, 한국투자증권

FILA 브랜드 장부상 무형자산
3,720억원. DCF Valuation으로
산출한 가치는 6,780억원

FILA 브랜드의 장부가액 가치는 2012년 말 기준 무형자산 3,720억원으로 볼 수 있다. 한편, 브랜드 가치를 검증해보기 위해 우리는 향후 브랜드 로열티 수수료를 DCF 방식으로 평가해 보았다. 그 결과 브랜드 가치는 6,780억원에 달했고 현재 EV의 75%에 달한다. 로열티수수를 보수적으로 평가하기 위해 로열티 수입의 40% 이상을 차지하는 휠라코리아와 휠라 USA를 제외한 금액을 기준으로 산정했다.

〈표 6〉 휠라 브랜드 순수 로열티 주당 가치는 55,489원, EV의 75%

(단위: 십억원, 원, %, 주)

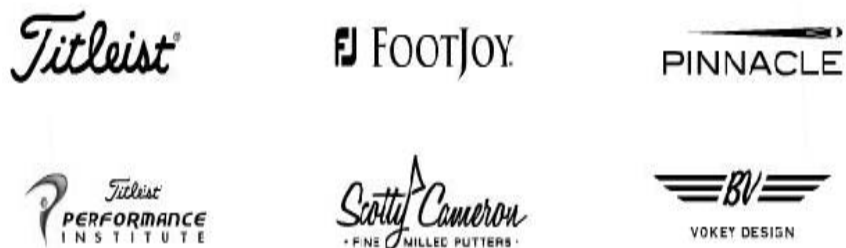
	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
로열티수입	38.4	41.1	44.0	47.1	49.4	51.9
법인세율	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
세후영업이익(NOPLAT)	29.2	31.2	33.4	35.8	37.6	39.4
FCF	29.2	31.2	33.4	35.8	37.6	39.4
평균 자본 비용	5.6%					
FCF의 현재가치	141.4					
잔존가치	536.8					
로열티수입 가치	678					
주식수(주)	12,223,014	BW 가산				
주당가치(원)	55,489					
브랜드가치/EV (%)	75					

주: 평균 자본 비용 5.6%, 무위험 수익률 3%, 2년 평균 베타 0.56, 리스크프리미엄 6%, 영구성장률 0% 가정
자료: 한국투자증권

자회사인 Acushnet,
글로벌 No.1 골프용품 업체
Titleist, Footjoy 시장 점유율
50% 이상

Acushnet의 브랜드 파워는 더욱 주목할 만하다. Acushnet은 휠라코리아와 미래에셋 PEF가 공동으로 2011년 12.25억달러에 인수했다. 인수가격은 EV/EBITDA 10배 수준이었다. Acushnet 대표 브랜드인 Titleist, Footjoy는 골퍼에게 선망의 브랜드이며 각각 글로벌 골프 공, 골프화 시장에서의 점유율은 50% 이상이고 골프 클럽에서도 초보자보다는 상급자와 프로 골퍼 위주의 고가 제품이 인기다. 특히 성장 동력으로 주력하는 중국 시장에서의 골프공 점유율은 70%이다. 미국, 유럽, 아시아 매출 비중이 각각 50%, 30%, 20%로 글로벌화되어 있다. 골프용품은 대부분 국가에서 특별한 마케팅 없이 소매보다는 Wholesale 방식으로 진행된다는 점을 감안할 때 소비자들의 구매 선택에서 브랜드가 특히 중요하게 작용하는 것으로 판단된다. 국내의 경우에도 도매상이 유통하는 방식인데, Acushnet Korea의 경우 5년간 매출액은 연평균 32% 성장했고 최근 3년 간에도 두 자리 수 성장을 지속하고 있다.

[그림 9] Acushnet 브랜드



자료: Acushnet, 한국투자증권

인수 당시 자금부담을 최소화하기 위해 1억달러 자본투자로 지주회사 Alexandria Holdings의 지분 35%를 확보했다. 보통주와 상환우선주 기준 35%를 확보한 것이고 CB, BW를 전량 희석할 때 휠라코리아의 지분율은 12%였다. 현재 휠라코리아의 지분율은 42%(희석 기준 16%)다. 인수 구조가 Alexandria Holdings 출자금 8.2억달러 중 보통주 1억달러, 상환 우선주 1.84억달러, CB와 BW가 5.35억달러이다. Alexandria Holdings는 2016년 홍콩 IPO를 계획하고 있다. BW는 휠라코리아가 매년 Warrant를 약 3,450만달러를 투입해 취득, 2016년 기준 전체 투자금액은 약 3,000억원으로 Warrant를 전량 사오고 사채도 상환한다. CB와 RCPS는 IPO와 동시에 보통주로 전환할 계획이다. 전량 희석 기준으로 휠라코리아는 2016년 지분율 33%를 확보하게 된다.

2016년 IPO 시기 Acushnet
기업가치는 3조원 목표

참고로, 2016년 홍콩 IPO 시기 Acushnet의 목표 기업가치는 3조원이다. 이는 목표 EBITDA 2.4억 달러에 EV/EBITDA 12배를 적용한 것이다. EBITDA는 2010년 인수 당시 1.2억 달러에서 두 배 증가하고, 밸류에이션은 인수 당시 10배에서 12배로 높이는 것이 목표다. 2012년 기준 EBITDA는 1.5억달러 수준으로 파악되어 목표 EBITDA를 향해 순항 중이다. 2016년 회사의 목표 기업가치에 근거하면 휠라코리아는 지분율 33% 기준 1조원 자회사를 확보하게 되는 것이다.

<표 7> Acushnet 기업 가치 2016년 약 3조원으로 평가, 휠라코리아 지분 가치는 약 1조원 (단위: USDmn, %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Acushnet EBITDA	129	157	177	200	221	240
목표 EV/EBITDA	10	11	11	11	12	12
기업가치	1,327	1,674	1,950	2,269	2,569	2,880
휠라코리아 지분율	12.2	16.4	20.6	24.8	29.1	33.3
휠라코리아 지분 가치	162	274	402	563	748	959

자료: Acushnet, 한국투자증권

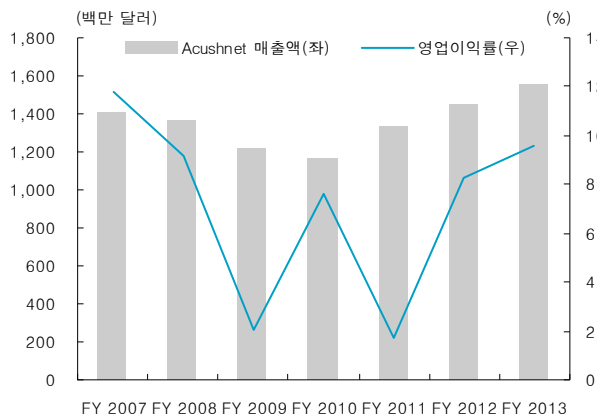
향후 전략은 의류 라인 추가+ 중국 시장 공략

Acushnet의 향후 전략은 1) 현재 골프공, 클럽, 신발 위주의 제품 포트폴리오에 의류 라인을 런칭하는 것과, 2) 중국에서의 공격적인 성장이다.

금년 한국, 일본, 중국 지역에 의류 라인을 포함한 브랜드 스토어 출시를 진행하고 있다. 금년 의류 라인 매출액 목표를 200~300억원으로 설정, 전체 매출 1.65조원에서 차지하는 비중은 미미하다. 그러나 중장기적으로 약 1조원 이상으로 추정되는 국내 골프웨어 시장의 일부를 가져오고 Acushnet 전체의 매출 성장을 견인하는 아시아 시장에서 상당한 매출을 창출할 계획이다. 골프 관련 제품 중 골프 의류 시장이 가장 크다는 사실을 감안할 때 Acushnet 의류 라인이 성공한다면 향후 외형 성장 기울기를 다르게 나타낼 수 있다.

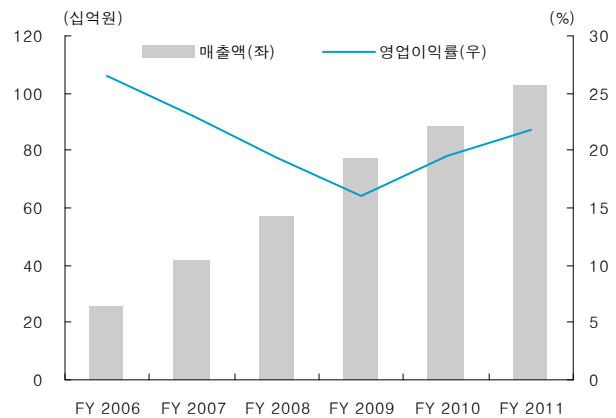
둘째, 중국 시장 공략이다. 현재 중국은 골프 인구수가 약 230만명으로 국내 골프 인구수에도 미치지 못하고 전체 인구의 0.1% 이하이다. 국내 골프 인구수가 전체 인구의 6%이고 미국이 10%인데 비해 턱없이 낮은 수준이다. Acushnet 전체 매출에서의 비중도 미국이 50% 이상인 반면 중국은 현재 3% 내외로 파악된다. 소득 수준 향상이 우선이나 성장 잠재력이 매우 커 압도적인 브랜드 파워를 가진 Acushnet의 성장 잠재력은 더욱 높다. 실제 Acushnet Korea의 경우 진출 이후 2006년부터 2011년까지 5년 동안 매출 규모가 4배, 이익 규모도 3배 이상 성장하면서 매출 기준으로는 Acushnet 전체 매출의 6%대로 상승했다. 향후 중국 시장 성장과 함께 중국 비중 확대, 그리고 휠라코리아의 Acushnet 지분을 확대해 가치는 한층 부각될 전망이다.

[그림 10] Acushnet 글로벌 매출 추이



자료: 한국투자증권

[그림 11] Acushnet Korea 최근 5년간 놀라운 성장 시현



자료: 전자공시시스템

브랜드 파워 - 시장지배력 유지와 품목다각화 배경

2) 밀폐용기는 곧 락앤락

수 많은 저가 유사제품의 경쟁위협 속에서도 락앤락이 오랜 시간 동안 압도적인 시장지배력을 유지할 수 있었던 요인은 "밀폐용기는 곧 락앤락"이라는 브랜드 파워다. 이러한 브랜드 파워를 기반으로 락앤락은 한국이나 중국 등에서 경쟁제품대비 20~30%의 가격프리미엄을 받으며 압도적인 시장지배력을 유지하는 것은 물론, 다양한 생활용품과 주방용품으로의 품목다각화를 지속적으로 추구할 수 있었다([그림 17] 참조).

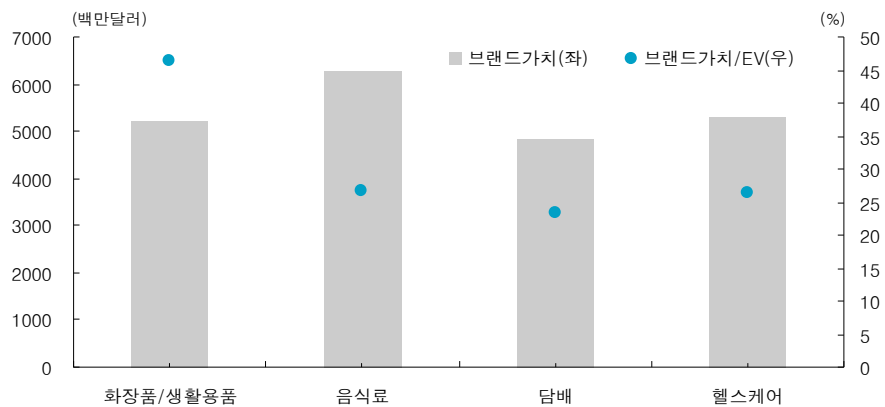
락앤락 브랜드 파워로 2년간의 악재 딛고 재기 기회 마련

지난 2년간 락앤락은 시장에 많은 실망감을 안겨주었다. 회사의 관리능력 부재로 인한 실적 가이던스 미스/재고손실 이외에도 신시장 진출에 따른 신규매출 창출 속도에 대한 시장과 회사의 지나치게 낙관적인 기대감으로 인한 실망도 있었다. 그러나 성장통 과정의 실망감과 급격한 주가 조정에도 락앤락 투자의 유일한 버팀목이 되어준 것은 락앤락이 구축한 글로벌 브랜드 파워다. 삼성이나 LG와 같은 초대형 회사를 제외한 그 어느 한국기업도 국내나 아시아에서는 물론 미국과 유럽과 선진국가에서 락앤락과 같은 브랜드 파워를 구축하지 못했기 때문이다. 시장환경과 내부의 문제로 실적에 부침이 있을 수 있지만, 브랜드 파워만 확고하다면 전략과 내부 역량 개선으로 재기의 기반을 마련할 수 있기 때문이다.

락앤락 브랜드가치 6,083억원, 전체 기업가치의 33.1%

현재 목표 시가총액(목표주가 36,000원)에 내재된 락앤락의 브랜드가치는 전체 기업가치(Enterprise Value)의 33.1%인 6,083억원(주당가치 11,277원)이다. 이는 락앤락의 브랜드 파워만으로 현재 또는 미래에 거둘 수 있는 영업이익 흐름을 현재가치로 계산했을 때 도출된 것이다. 추정변수에는 브랜드 파워를 근거로 한 락앤락의 가격프리미엄, 시장점유율 상승 그리고 품목다각화(2012~2017년 전체 국내 매출의 평균 30%, 중국/동남아 44%, 미주/유럽 5%가 브랜드 파워로 인한 매출로 가정, 영구성장률 1%, WACC 5.4%) 등이 포함됐다. 참고로 2012년 Brand-Finance사의 글로벌 500개 기업 브랜드가치 설문지에서 주요 15개 글로벌 생활용품의 기업가치대비 평균 브랜드 가치 비율은 46%로 나타났다(평균 브랜드 가치 5.7조원, [그림 12] 참조).

[그림 12] 글로벌 소비자 관련 브랜드 가치(2012)



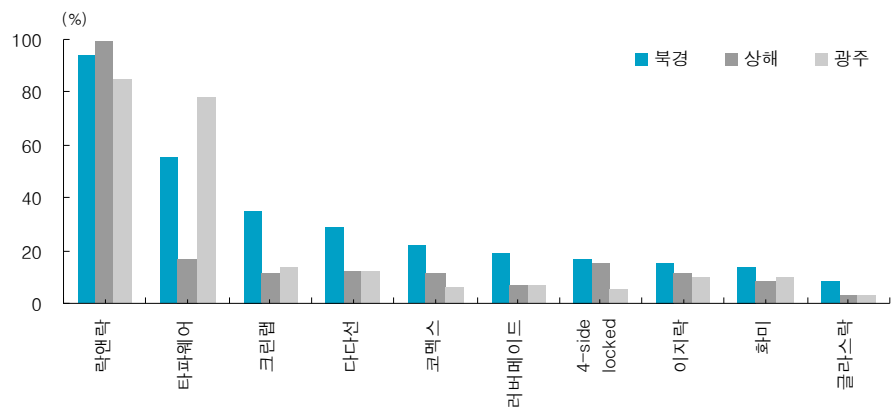
주: Brand Finance 에서 발표하는 브랜드가치 상위 500개 기업 목록 중 소비재에 해당되는 섹터별 평균 브랜드가치 및 EV 대비 브랜드가치 비중 산출
 자료: Brand Finance Global 500, 한국투자증권

락앤락의 브랜드 파워는 해외시장에서 더욱 빛을 발한다. 2010년에 이미 락앤락의 중국내 브랜드 인지도는 평균 90%였으며, 상해지역에서는 99%로 나이키보다 더 높은 브랜드 인지도를 확보했다. 대표적인 중국 player 중의 하나인 아모레퍼시픽의 대표 브랜드인 라네즈(중국 프리미엄 브랜드 top 10)의 인지도가 70%인 점을 감안하면 엄청난 수준이다. 또한 영국의 대표적인 프리미엄 백화점인 헤롯백화점에 입점한 밀폐용기 브랜드가 락앤락과 유럽브랜드인 옥소 단 두 개 뿐이며, 락앤락이 매대의 80% 이상을 차지한 점을 감안하면, 타파웨어와 리버메이드가 장악한 유럽/미국 시장에서 락앤락의 브랜드 가치가 상당하다는 것을 미루어 짐작할 수 있다.

락앤락 -중국 6,800개 브랜드 조사에서 종합 9위, 밀폐용기/한국브랜드 1위

2012년 China Brand Research Center에서 152개 섹터, 6,800개의 중국로컬/글로벌 브랜드 파워 조사(C-BPI research)에서 락앤락은 624.9점을 획득하며 종합 9위를 차지했다. 밀폐용기를 포함한 주방용품 업종 1위는 물론 한국 브랜드 중에서도 1위였다. 락앤락을 제외한 top 63에 랭크된 주방용품 브랜드는 단 1개(Tiger, 스테인레스 조리기구)였으며, 한국 회사는 2개였다(오리온 14위, 삼성 관련 3개 브랜드 22위/35위/61위).

[그림 13] 중국 내 브랜드 인지도(2010)



자료: 락앤락

〈표 8〉 중국 6,800개 브랜드 파워 지수 조사: 락앤락 밀폐용기/주방용품 1위, 종합 9위

제품 종류	브랜드	회사	C-BPI (브랜드 파워 지수)	
1	Instant coffee	NESCAFE	Nestle	733
2	Adhesive bandages	BAND-AID	Johnson&Johnson	727
3	Fabricsoftener	Comfort	Unilever	704
4	Chocolates	Dove	MarsFood	679
5	Edible oils(not including sesame)	Arawana	YIHAIKERRY	658
6	100%pure fruit juices	Huiyuan	Huiyuan	657
7	Soaps	Safeguard	P&G	656
8	Microwaves	Galanz	Galanz	647
9	플라스틱 밀폐용기	락앤락	락앤락	626
10	Western-style fast food restaurant chains	KFC	YUM!	602
11	Auto tires	MICHELIN	MICHELIN	601
12	Digital video cameras	Sony	SONY	599
13	Electricrazors	Philips	Philips	593
14	파이	오리온	오리온	582
15	Chinese wine	GREATWALL	COFCO	575
21	Digital cameras	Canon	Canon	547
22	핸드폰	삼성전자	삼성전자	542
23	Juices/fruit-flavored beverages/ vegetable juices	MinuteMaid	Coca-Cola	539
...				
31	Puffed grains/snacks	Lay's	PEPSICO	528
32	Notebook computers	Lenovo	Lenovo	527
33	Refrigerators	Haier	Haier	524
34	Toothpastes	Colgate	COLGATE-PALMOLIVE	523
35	Monitors	Samsung	Samsung	522
36	Gym shoes	NIKE	NIKE	519
...				
51	Stainless steel utensils/ vacuum containers	TIGER	TIGER	457
61	Color televisions	Samsung	Samsung	399
62	Neckties	Lacoste	Lacoste	394
63	Cosmetics/skin whitener	OLAY	P&G	379

주: 2012년 30개 도시, 13,500명을 대상으로 152개 업종, 68,000 브랜드 파워 조사
 자료: China Brand Research Center, 한국투자증권

경쟁업체 브랜드 파워 유무에 따른 매출 외형 차이

동일 업종에서 브랜드 파워가 있는 회사와 없는 회사의 성과비교를 계량화 할 수 있는 방법은 1) 추가, 2) 매출 외형, 3) 수익성 등이 있을 수 있다. 이 중에서 락앤락과 브랜드 파워가 약한 경쟁업체들과의 비교에서 가장 적절한 평가방법은 “매출 외형”일 것이다(그림 9). 코맥스(국내 밀폐용기 2위)와 삼광유리(국내 유리용기 1위)는 국내밀폐용기의 선두업체들이다. 밀폐용기업체들의 매출 외형 흐름을 분석해보면 주기적으로 매출 500~1,000억원 시점에서 시장점유율 정체와 기존 품목 성장 모멘텀 둔화로 외형이 정체되는 문제점에 직면하게 된다.

락앤락 브랜드 파워로 매출 500~1,000억원 고비 돌파, 경쟁업체는 고전

락앤락도 마찬가지로 이유로 2003~2006년에 매출 1,000억원대에서 고전했다. 최근 코맥스는 매출 500~600억원대에서, 삼광유리(밀폐용기)는 매출 1,000억원대에서 정체 중이다. 그러나 경쟁업체와 달리 락앤락이 2006년에 4년간의 매출 정체/역성장에서 탈피해 매출이 2012년 5,084억원까지 성장할 수 있었던 요인은 브랜드 파워를 기반으로 한 1) 품목, 2) 시장(중국, 동남아), 3) 유통채널(홈쇼핑 등) 다각화 덕분이다. 결국 브랜드 파워가 모든 문제를 다 해결해주는 것은 아니지만, 브랜드 파워가 있는 회사는 성장통을 겪은 이후 더 높은 매출 규모로 도약할 수 있는 재기의 기회를 상대적으로 쉽게 가질 수 있다. 락앤락은 매출 5,000억원대에 근접한 2011~2012년에 다시 한번 성장통을 겪었지만, 내부역량 개선과 해외시장(중국 2-3선 도시, 동남아시아)의 점진적인 성과 시현과 품목 다각화(중국 보온보냉 제품 출시, 2013년 유아용품 시장 진입 등) 등으로 재도약 기회를 갖게 될 것이다.

3) 김연아 귀걸이로 알려진 로만손의 'J.ESTINA'

Top-tier 명품 브랜드의
확고한 진입장벽

세계적으로 알려진 럭셔리 브랜드들의 주도권은 주로 유럽, 미국이 쥐고 있다. 럭셔리 브랜드들은 주로 왕가와 귀족들의 고급 니즈를 충족시키기 위해 시작된 것이 많기 때문에 명품 브랜드에서는 전통과 인지도가 중요하다. 에르메스의 경우에는 1837년 설립되어 현재 176년 전통을 이어가고 있고, 루이비통은 1854년(159년), 프라다는 1913년(100년), 구찌는 1921년(92년) 설립되어 현재까지 이어져 내려오고 있다. 따라서 전통 자체가 진입장벽을 형성하기 때문에 신규진입자가 top-tier 브랜드에 진입하기는 매우 어려운 실정이다.

한국의 네오 럭셔리, 디자인과
합리적인 가격대로 공략

인지도나 전통은 럭셔리 브랜드에 비해 부족하지만 가격과 디자인, 품질 측면에서 경쟁력을 갖춘 네오 럭셔리(neo-luxury)로 불리는 신생 명품 브랜드들이 속속 등장하고 있다. 네오 럭셔리는 잘 알려진 '매스터지'의 영역에 속한다. 네오 럭셔리가 포진된 2nd-tier 브랜드 중에서 한국 브랜드의 약진이 돋보인다. 핸드백 브랜드 'MCM', '루이까포즈', '빈폴', '만다리나덕', '푹조이', '카스텔 바작' 등이다. 최근 코오롱인더스트리 FnC가 국내 디자이너로부터 인수한 '쿠론' 브랜드는 매출이 2010년 15억원에서 2011년 100억원으로 크게 성장했다.

로만손의 대표브랜드
J.ESTINA

상장업체 중 브랜드 가치가 부각되는 대표적인 네오 럭셔리는 'J.ESTINA' 브랜드를 확고히 다지고 있는 로만손이다. 로만손은 대표적인 노동집약산업인 시계 제조 부문에서 시작해 로만손, 트로피쉬 등의 시계 브랜드를 창출해냈고 내수 외에 중동 등 해외 마켓에서도 브랜드 마케팅으로 성공을 거둔 전력이 있는 회사다. 시계 부문에서 다양한 브랜드를 출시하고 국지적인 성공을 거두었으나, 시계 부문에서 로만손을 대표 브랜드로 내세울 확고한 브랜드력을 창출하지는 못했다. 이후 주얼리를 신규사업으로 론칭하면서 J.ESTINA가 크게 성공을 거두면서 로만손의 대표브랜드로 자리잡았다.

〈표 9〉 브랜드 확장 전략: 기존에 성공한 브랜드를 가지고 그대로 신규영역으로 확장하는 전략

브랜드명	진출영역 1	진출영역 2	진출영역 3	진출영역 4	진출영역 5	진출영역 6	진출영역 7
버버리	피혁제품	의류	액세서리				
티파니	보석	주얼리					
에르메스	마구	스카프	의류	향수	시계	가방	보석
루이비통	가방	향수	화장품	시계	보석		
PPR	가방	구두	향수	화장품			
크리스찬 디올	향수	화장품	보석	시계			
프라다	가방	의류	구두				

자료: Bloomberg, Millward Brown 'BrandZ Top 100 Most valuable brands'

로만손의 브랜드 확장 전략

로만손의 J.ESTINA는 20~30대 여성의 감성에 이미지를 포지셔닝했고, 이는 주얼리와 핸드백에 모두 적용 가능한 포지셔닝이었기에 서브브랜드 전략을 쓰지 않고 J.ESTINA 그대로 영역을 확장했다. 올해 말 J.ESTINA 향수 론칭도 계획하고 있어 주얼리에서 핸드백, 향수, 액세서리 등 J.ESTINA 브랜드를 점차 확대해나갈 예정이다.

J.ESTINA 브랜드 가치는
총 EV의 39%를 설명

로만손의 대표 브랜드인 J.ESTINA 브랜드 가치는 기업가치를 창출하는 핵심지표다. 2012년 J.ESTINA가 주얼리를 넘어 핸드백으로 확장할 때 시장에서 J.ESTINA 브랜드 가치가 인정받으면서 한 차례 리레이팅에 성공했다. 매출액 중 온전히 브랜드력만으로 창출되는 매출액과 관련비용을 구분 계리하여 DCF 모델로 산출한 J.ESTINA(주얼리, 핸드백 부분) 브랜드 가치는 총 633억원으로 로만손 총 EV의 38.5%를 설명한다.

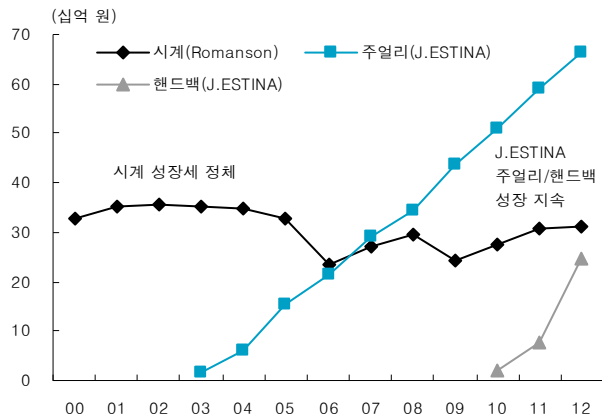
〈표 10〉 럭셔리 명품브랜드 순위

(단위: \$ bn, %)

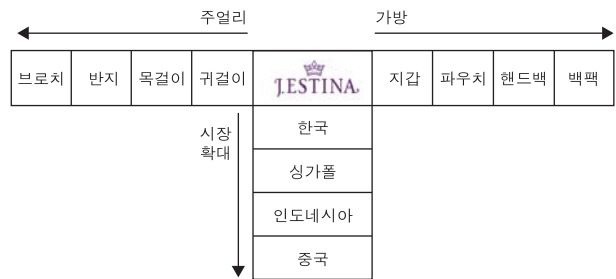
순위	브랜드명 (국문)	국가	회사 (영문)	브랜드 영역	브랜드 기여	브랜드 모멘텀	시가총액	EV	브랜드 가치	브랜드 가치/EV
1	루이비통	프랑스	LVMH	핸드백, 스카프	5	8	85.7	93.8	25.9	27.6
2	에르메스	영국	Hermes	핸드백, 스카프	5	8	35.6	35.4	19.1	53.8
3	로렉스	스위스	Rolex	시계	5	10	비상장	NA	7.2	NA
4	샤넬	프랑스	Channel	핸드백, 화장품	5	9	비상장	NA	6.7	NA
5	구찌	프랑스	PPR	핸드백, 스카프	5	7	비상장	NA	6.4	NA
6	프라다	프랑스	Prada	핸드백, 의류	5	9	26.3	25.1	5.8	23.1
7	까르띠에	스위스	Richemond	핸드백, 귀금속	5	9	비상장	NA	4.8	NA
8	헤네시	프랑스	LVMH	주류	5	8	85.7	93.8	4.6	4.9
9	모엣상동	프랑스	LVMH	주류	5	8	85.7	93.8	4.2	4.5
10	버버리	영국	Burbury	의류	4	10	8.0	7.4	4.1	55.6

자료: Bloomberg, Millward Brown 'BrandZ Top 100 Most valuable brands', 한국투자증권

[그림 14] 로만손: 강한 브랜드를 바탕한 주얼리 vs 브랜드가 미약한 시계 [그림 15] 로만손 브랜드 확장 전략

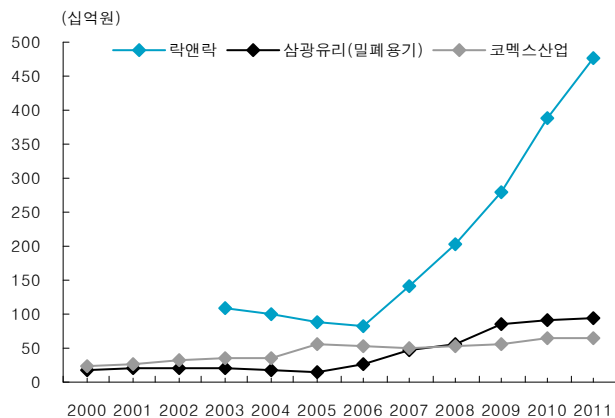


자료: 로만손, 한국투자증권



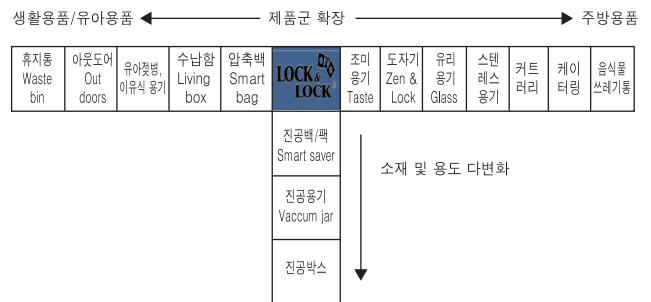
자료: 한국투자증권

[그림 16] 락앤락: 브랜드 파워로 외형성장 정체 구간 탈피



자료: 락앤락

[그림 17] 락앤락의 품목 다각화 T-Model



자료: 락앤락

<표 11> 한국 브랜드 가치

(단위: 십억원, 원, %)

	브랜드가치	주당 브랜드가치	브랜드가치/EV(%)
힐라코리아	678	55,489	75%
락앤락	608	11,277	33%
로만손	63	3,927	39%

자료: 한국투자증권

추천 종목

휠라코리아(081660)	18
락앤락(115390)	23
로만손(026040)	28

힐라코리아(081660)

매수(유지) / TP: 86,000원(상향)

주가(4/4, 원)	67,200
시가총액(십억원)	668
발행주식수(백만)	10
52주 최고/최저가(원)	89,900/57,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	4,997
유동주식비율(%)	88.4
외국인지분율(%)	17.7

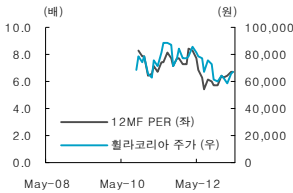
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	616	98	101	83	10,024	38.7	108	7.8	8.2	2.3	34.8
2011A	764	109	3	1	237	(97.6)	117	327.8	8.8	2.4	0.7
2012A	670	91	147	122	12,423	5,141.8	101	5.2	8.7	1.5	33.2
2013F	691	103	117	88	8,875	(28.6)	112	7.6	7.9	1.3	19.0
2014F	718	117	148	112	11,228	26.5	127	6.0	6.5	1.1	19.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	13.1	(6.0)	(22.0)
상대주가(%p)	15.8	(4.3)	(19.1)

12MF PER 추이



글로벌 스포츠웨어 평가 도약을 꿈꾼다

목표주가 86,000원으로 상향, 이익 개선은 2분기부터: 힐라코리아에 대해 투자 의견 ‘매수’를 유지하고 목표주가를 76,000원에서 86,000원(2013F PER 13.7배)으로 상향한다. 2012년 Acushnet의 기대 이상의 수익성 개선을 반영해 지분법 이익을 소폭 상향, EPS가 3% 상향되었고 해외부문 목표 PER을 14배에서 16배로 상향했다. 해외부문 목표 PER 상향은 Acushnet의 견고한 매출 성장을 고려, 글로벌 업체 대비 할인율을 30%에서 20%로 축소했기 때문이다. 2012년 1분기 Acushnet 인수 효과가 본격화되면서 실적이 개선되었으나 2분기부터 글로벌 경기 둔화 영향으로 힐라코리아, 힐라 USA, 로열티 수입이 동시에 역신장하기 시작했다. 이후 3분기 Acushnet이 연 4,000만 달러의 인센티브 총당금을 적립하면서 지분법이익에 대한 기대치도 하향되며 주가는 지속적으로 하락했다. 완만한 경기 회복, 로열티 수입 증가 등에 힘입어 영업이익은 1분기를 저점으로 2분기부터 개선 추세로 전환될 것이다. Acushnet으로부터 지분법이익을 포함한 세전이익도 3분기부터 개선될 전망이다.

FILA 브랜드는 양적 확대에서 질적 개선으로: 현재 FILA 브랜드로 30여개 라이선스를 확보하고 있다. FILA Global 인수 이후 초기 정상화를 위해 수익 구조에 부담이 적은 라이선스 체제로 확립했다. 제품 매출은 국내와 미국 시장에서만 이루어진다. 향후 FILA 브랜드에 대해서는 양적 확대보다는 질적 개선에 주력할 것으로 예상된다. 힐라 USA는 비용 절감과 구조조정에 힘입어 2010년 턴어라운드 했으나 현재 중저가 신발 위주로 상품이 구성되어 향후 과제는 상품 경쟁력을 강화하는 것이다. 힐라코리아도 라이프 스타일 위주의 제품 구성에서 기능성 제품 위주로 재편하고 마케팅도 한층 강화할 것이다. 라이선스 중 성격이 저조한 라이선스는 신규 파트너로 교체하고 있다. 힐라의 브랜드 강화 전략이 일련의 매출 증가, 이익 개선, 그리고 로열티 수입 개선으로 이어질 경우 증장기 성장성은 더욱 공고해질 전망이다.

Acushnet은 진짜 글로벌 1위 브랜드: Acushnet은 골프공, 신발 등에서 시장 점유율이 50% 이상인 글로벌 1위 브랜드다. Acushnet은 2011년 인수 이후 2012년 매출액 1.45억달러와 영업이익 8,000만달러를 시현했다. 특히 인센티브 총당금이 2012년 연간 4,000만달러(2015년까지 반영) 반영된 점을 감안하면 실제 영업이익은 1.2억달러에 달해 인수 이전 2010년 8,800만달러보다 한층 증가한 수준이다. 현재 힐라코리아의 지분율은 16%이나 매년 신주인수권을 취득하면서 2016년 IPO와 함께 지분율이 33%에 달하면서 경영권을 확보할 계획이다. 지분법이익도 2012년 약 73억원(회식 지분율 기준, 2012년 평균 14.3%)에서 2016년 460억원(33% 기준)으로 확대될 것으로 예상된다. Alexandria Holdings는 현재 부채와 이로 인한 금융비용 부담, 또한 2016년 IPO를 앞둔 인센티브 총당금 설정 등으로 인해 실적이 부진하나 2016년 IPO와 함께 CB, RCPS의 보통주 전환으로 금융비용이 대폭 축소되고 인센티브 적립금 반영이 완료되며 이익이 레벨 업 될 것이다.

나은채 3276-6160
ec.na@truefriend.com

나진아 3276-6171
Jinah.na@truefriend.com

복잡한 회계 이슈와 BW는 염두에 두되, 본질은 핵심 사업의 실적 개선: 현재 30여개에 달하는 라이선스, 복잡한 지배구조, 이와 더불어 Acushnet까지 지분법이익으로 포함되면서 다양한 회계 이슈가 있다. 2012년 Acushnet으로부터 지분법이익은 610억원(순이익 5,300만 달러)였으나 실제로는 부채평가이익이 8,000만달러에 달해 소폭 적자였다. 또한 휠라코리아 자체적으로도 신주인수권 225만주가 있어 향후 잠재 희석 물량이다. 이는 밸류에이션에 충분히 반영하되 본질은 휠라코리아, 휠라USA, 로열티, Acushnet 핵심 사업 등의 실적 개선이다. 우리는 4개 사업부 모두 2분기부터 개선될 것으로 예상된다.

〈표 12〉 목표주가 86,000원으로 상향

(단위: 원, 배, %)

	2013F	비고
완전 희석 EPS	6,255	
국내 부문 EPS	2,816	
해외 부문 EPS	3,439	
목표 PER	13.7	
국내 부문 목표 PER	11.0	LG 패션 목표 PER 적용
해외 부문 목표 PER	16.0	글로벌 스포츠업체 평균 대비 20% 할인 적용
목표주가	86,000	
국내 부문 주당 가치	30,981	
해외 사업 주당 가치	55,019	
현주가 (원)	66,000	
상승여력 (%)	30.3	

자료: 한국투자증권

〈표 13〉 글로벌 스포츠웨어 밸류에이션

(단위: 배, %)

	스포츠웨어 평균	NIKE	ADIDAS	PUMA	COLUMBIA SPORTSWEAR	QUIKSILVER	DECKERS OUTDOOR	CALLAWAY GOLF	LULU LEMON	
P/E	2012	28.7	22.7	26.7	47.9	17.7	45.7	11.7	NM	50.5
	2013F	22.6	21.3	17.0	17.1	19.6	47.4	13.3	2,193.3	38.2
	2014F	15.9	18.6	14.3	14.9	17.3	19.1	11.5	29.9	30.9
P/B	2012	2.6	4.8	2.7	2.1	1.6	0.9	3.5	1.4	11.7
	2013F	2.4	4.8	2.5	1.9	1.5	1.6	2.0	1.6	11.7
	2014F	2.2	4.5	2.3	1.8	1.4	1.5	1.8	1.5	8.6
P/S	2012	1.1	2.1	0.9	1.0	1.1	0.3	1.0	0.5	9.2
	2013F	1.1	1.9	1.0	1.1	1.1	0.5	1.1	0.5	7.5
	2014F	1.1	1.8	1.0	1.0	1.1	0.5	1.0	0.5	6.0
EV/EBITDA	2012	9.6	13.5	9.4	7.2	8.5	10.8	8.5	NM	21.0
	2013F	9.5	12.6	9.2	8.4	8.9	10.0	8.2	10.6	23.4
	2014F	8.4	11.2	7.9	7.5	7.9	8.3	7.3	6.4	19.1
ROE (%)	2012	11.7	22.0	10.1	4.4	8.9	(1.8)	26.7	(29.9)	37.1
	2013F	13.1	22.6	15.9	12.1	9.6	3.1	15.5	0.9	36.8
	2014F	14.9	25.0	17.2	12.3	11.1	8.7	15.4	3.3	32.4

주: Callaway Golf, LuLu Lemon은 평균에서 제외
 자료: 한국투자증권

〈표 14〉 순이익과 EPS 추정

(단위: 십억원, 원)

		2011	2012	2013F
순이익	휠라코리아 순이익	0.7	121.7	87.9
	밸류에이션 순이익	53.3	80.8	76.5
지분법이익	Acushnet 회계상 지분법이익 (100% 인식)	(78.9)	61.1	27.5
	Acushnet 회계 기준 지분법이익	(9.6)	7.3	12.5
주식수	휠라코리아 총주식수 ('000)	9,210	9,938	9,938
	BW 회계 주식수 ('000)	12,223.0	12,223.0	12,223.0
EPS	재무제표 순이익/총주식수	73.5	12,244.9	8,840.1
	재무제표 순이익/BW 가산한 주식수	55.4	9,955.8	7,187.5
	밸류에이션 순이익/총주식수	5,792	8,135	7,693
	밸류에이션 순이익/ BW 가산한 주식수	4,364	6,614	6,255

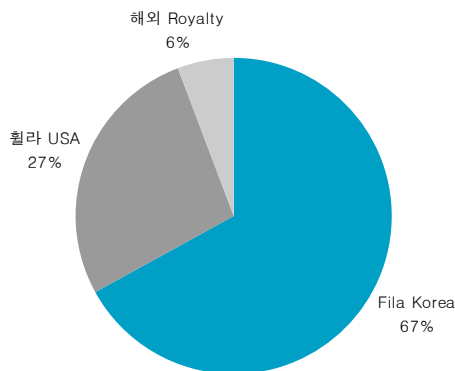
자료: 한국투자증권

〈표 15〉 휠라코리아 주요 연혁

연도	이슈	내용	비고
1991	Fila Korea 설립	Fila Sport SPA(이탈리아 본사)의 국내 현지법인으로 설립	
2000	SPC 설립	휠라코리아 경영진 5인 패션플라워 (SPC) 설립	자본금 388 억원 - 은행 차입 130 억원, 자체자금 70 억원 - 비상장주 공모 180 억원 (주당 7,500 원, 240 만주)
2005	MBO(Management Buy-out)	Fila Korea 경영진이 주도한 MBO (Management Buy-out) 2005년 4월 Fila Korea, 패션플라워 흡수합병	인수금액 1.27 억달러 (1,300 억원) - SPC 자본금 외 대부분 은행 차입
2006	GLBH Holdings S.a.r.l 설립	Fila Korea 100% 출자	Fila Global 을 인수하기 위한 Paper company
2007	Fila Global 인수	GLBH Holdings S.a.r.l 통해 SBI로부터 인수 Fila Global 상표권 및 사업권을 인수	인수가: 4 억달러(약 3,700 억원) FI 1,100 억원 조달: 확인파트너스외 3 - 550 억원 (275 만주) 연 9.5% 배당의 전환상환우선주 발행 - 550 억원 BW 발행 (Bond 12%, Warrant 3%) 브릿지론 2,800 억원
2010	IPO	Fila Korea 기업공개	공모자금 1,138 억원
2011	Acushnet 인수	Acushnet, 미래에셋 PEF 와 12.25 억달러에 공동 인수	초기 투입 자금 1 억달러, 매년 Warrant 일정 부분 취득. 2016년 Alexandria Holdings (Acushnet 100% 소유) IPO 계획

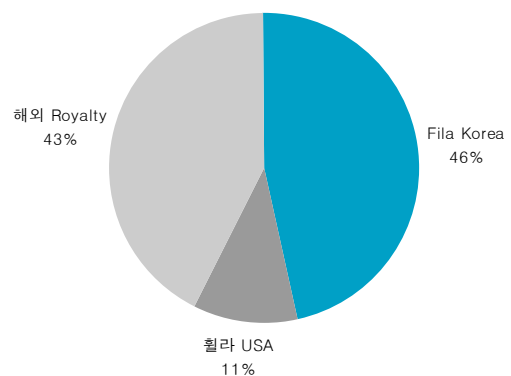
자료: 휠라코리아, 한국투자증권

[그림 18] 휠라코리아 매출 breakdown



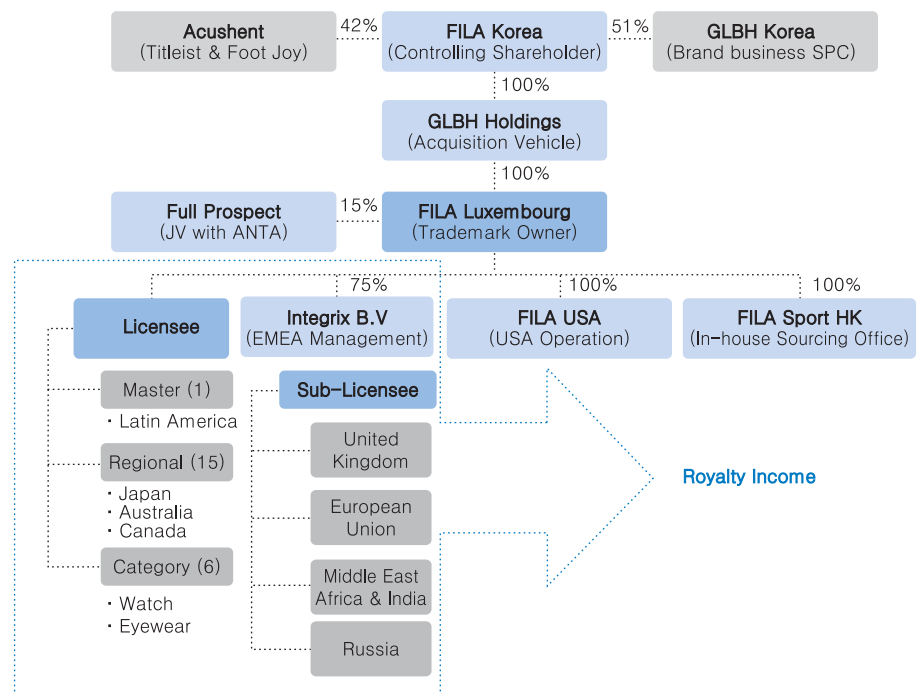
주: 2013년 기준
자료: 휠라코리아, 한국투자증권

[그림 19] 휠라코리아 영업이익 breakdown



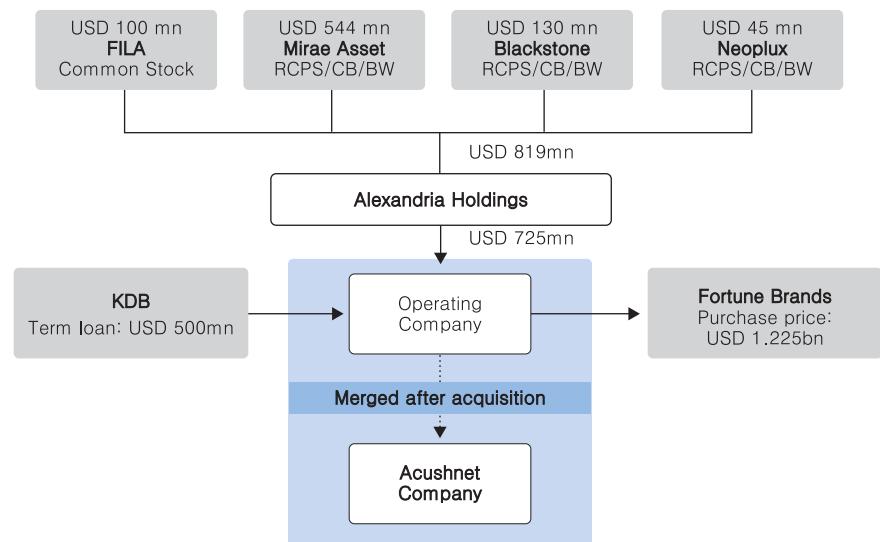
자료: 휠라코리아, 한국투자증권

[그림 20] 필라코리아 관계도



자료: 필라코리아

[그림 21] Acushnet 인수 구조



자료: 필라코리아

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
유동자산	256	324	292	305	346
현금성자산	24	48	36	41	72
매출채권및기타채권	89	123	93	96	100
재고자산	108	131	138	142	148
비유동자산	425	515	585	637	683
투자자산	14	32	130	168	206
유형자산	40	43	45	46	48
무형자산	357	405	379	391	395
자산총계	681	839	877	942	1,028
유동부채	188	243	247	225	199
매입채무및기타채무	74	89	83	86	89
단기차입금및단기사채	86	126	86	66	46
유동성장기부채	0	0	53	53	43
비유동부채	177	298	215	217	220
사채	56	57	0	0	0
장기차입금및금융부채	72	176	152	152	152
부채총계	365	541	463	442	419
지배주주지분	316	309	422	508	617
자본금	45	47	50	50	50
자본잉여금	75	77	84	84	84
자본조정	0	0	0	0	0
이익잉여금	170	167	285	371	480
비지배주주지분	0	(10)	(8)	(8)	(8)
자본총계	316	299	414	500	609

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
영업활동현금흐름	27	45	84	60	74
당기순이익	83	1	122	88	112
유형자산감가상각비	6	8	9	9	9
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(48)	(40)	22	(10)	(6)
기타	(15)	76	(69)	(27)	(41)
투자활동현금흐름	(21)	(118)	(48)	(32)	(11)
유형자산투자	(8)	(11)	(11)	(11)	(11)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(13)	(106)	(38)	(11)	2
무형자산순증	(0)	(1)	(0)	(12)	(4)
기타	(1)	(0)	0	1	1
재무활동현금흐름	9	97	(49)	(22)	(32)
자본의증가	34	0	9	0	0
차입금의순증	(19)	106	(52)	(20)	(30)
배당금지급	(1)	(5)	(2)	(2)	(2)
기타	(5)	(5)	(4)	(0)	(0)
기타현금흐름	(3)	1	0	0	0
현금의증가	12	24	(12)	5	30

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
매출액	616	764	670	691	718
매출총이익	282	379	322	327	333
판매관리비	333	386	348	364	385
기타영업손익	235	277	257	262	267
영업이익	98	109	91	103	117
금융수익	15	39	42	1	1
이자수익	1	1	0	0	0
금융비용	18	63	47	14	12
이자비용	15	13	16	14	12
기타영업외손익	4	(3)	(1)	0	0
관계기업관련손익	2	(79)	61	28	41
세전계속사업이익	101	3	147	117	148
법인세비용	18	2	25	28	36
연결당기순이익	83	1	122	88	112
지배주주지분순이익	83	2	121	88	112
기타포괄이익	(13)	(7)	(15)	0	0
총포괄이익	71	(6)	107	88	112
지배주주지분포괄이익	71	(6)	107	88	112
EBITDA	104	117	101	112	127

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	10,024	237	12,423	8,875	11,228
BPS	34,646	32,607	42,495	51,120	62,097
DPS	500	250	250	250	250
성장성(% YoY)					
매출증가율	22.6	24.2	(12.3)	3.1	3.9
영업이익증가율	25.5	11.7	(16.3)	12.1	14.6
순이익증가율	117.1	(97.4)	5,481.0	(27.4)	26.5
EPS증가율	38.7	(97.6)	5,141.8	(28.6)	26.5
EBITDA증가율	23.7	13.0	(14.0)	11.3	13.6
수익성(%)					
영업이익률	15.9	14.3	13.6	14.8	16.4
순이익률	13.6	0.3	18.1	12.8	15.5
EBITDA Margin	16.8	15.3	15.0	16.2	17.7
ROA	13.1	0.1	14.2	9.7	11.3
ROE	34.8	0.7	33.2	19.0	19.8
배당수익률	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4
안정성					
순차입금(십억원)	176	309	251	226	165
차입금/자본총계비율(%)	69.4	121.4	71.0	54.8	40.1
Valuation(X)					
PER	7.8	327.8	5.2	7.6	6.0
PBR	2.3	2.4	1.5	1.3	1.1
PSR	1.1	0.9	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.5	8.8	8.7	7.9	6.5

락앤락(115390)

매수(유지) / TP: 36,000원(유지)

주가(4/4, 원)	27,200
시가총액(십억원)	1,496
발행주식수(백만)	55
52주 최고/최저가(원)	35,150/20,300
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	11,105
유동주식비율(%)	33.5
외국인지분율(%)	11.1

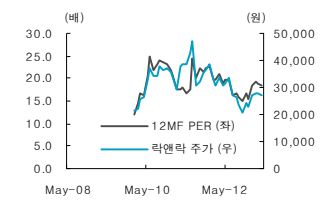
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	388	85	87	68	1,380	15.8	98	25.8	17.5	4.6	24.2
2011A	476	78	71	51	1,007	(24.8)	94	38.1	21.2	3.7	10.6
2012A	508	72	77	60	1,100	9.2	96	21.0	12.2	2.1	10.4
2013F	578	93	96	75	1,370	24.6	115	19.8	11.9	2.5	12.7
2014F	683	113	117	91	1,665	21.5	139	16.3	9.5	2.1	14.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.5)	15.3	(12.4)
상대주가(%p)	0.2	16.9	(9.5)

12MF PER 추이



과도한 기대감보다는 꾸준한 성장과 해외사업 위상에 주목

실적악재 정점과 중국 기대감으로 ‘매수’ 유지: 최근 락앤락의 주가 반등 포인트는 세 가지다. 첫째, 실적악재(재고손실, 국내법인 역성장) 정점에 따른 실적 턴어라운드 기대감과 둘째, 회사의 내부 관리시스템 강화에 대한 긍정적인 평가이다. 셋째, 해외사업 가치(중국, 동남아)의 재부각이다. 1) 중국과 동남아 모멘텀, 2) 국내 및 중국 소비재 섹터대비 높은 성장성(2013년 영업이익 29.2% YoY) 등을 감안해 투자 의견 ‘매수’, 목표주가 36,000원(목표 PER 26배, 국내 중소형 생활용품 peer 평균과 중국 내수주 평균대비 +1 표준편차)을 유지한다.

중국 2-3선 도시와 동남아 진출 성과 점진적 가시화 기대: 그 동안 중국의 2-3선 도시 진출과 동남아 사업 확대 성과가 기대보다 더디게 나타나면서 시장에 많은 실망감을 안겨주었다. 그러나 해외시장 진출 성과에 대한 시장의 눈높이가 대폭 낮아진 상황에서 중국과 동남아 시장에서 락앤락 만큼 높은 브랜드 인지도와 매출 규모를 이뤄낸 회사가 많지 않다는 사실이 긍정적으로 부각되고 있다. 2012년 중국법인 성장(23% YoY)은 여전히 1선 도시 품목 확대(34% YoY)가 견인했고, 2-3선 도시는 10% 미만에 그쳤다. 그러나 2013년부터 지난 2~3년간의 지역확대 노력이 조금씩 결실을 거두면서, 2-3선 도시가 전체 외형성장(매출 3,160억원, 21% YoY)에 예전보다 더 기여할 것이다. 동남아 시장도 마찬가지다. 그 동안 동남아 법인 성장은 해외수출 생산기지를 한국에서 동남아로 이전한 효과였고, 실제 동남아 내수 매출(전체 법인 매출 50%)은 담보상대였다. 그러나 지난 2~3년간의 조직 재정비, 유통망확대 노력 등이 결실을 맺으면서, 동남아 내수 시장 성장에 의한 매출 성장이 예상된다.

중국 유아용품 시장 진출, 단기 매출 영향은 제한적이나 미래 성장성 주목: 락앤락의 유아용 식기 시장 진출이 3월부터 본격화 되었다. 현재 유아용 식기 전문도소매상 18개와 계약을 완료했으며, 2개 온라인 채널도 입점 예정이다. 초기 단계임에도 불구하고 시장의 주목을 받는 이유는 1987년 3차 베이붐 세대의 출산 연령대 진입으로 안전성과 품질이 좋은 유아용품 시장(18조원)의 폭발적인 성장이 예상되기 때문이다. 현재 유아용 식기 시장은(7천억원) 밀폐용기 시장(2.2조원)에 비해 작지만, 유아의 건강과 직결된 만큼 프리미엄 segment의 침투 속도가 다른 내수제품보다 훨씬 빠를 것으로 예상되어 향후 성장여력이 크다. 한편, 락앤락의 브랜드 파워, 품질, 유럽 브랜드대비 가격 경쟁력 등을 감안할 때 충분히 승산이 있다. 다만 진출 초기라 보수적인 관점에서 우리의 2013년 추정치에는 반영되지 않았다.

국내사업은 역성장에서 탈피하나 향후 저성장 cash cow로 만족: 2012년의 역성장에서는 탈피할 것이나, 경기침체 영향 지속과 높아진 매출 기저에서 성장을 이끌어낼 만한 대형 신제품의 부재로 2013년 매출 성장은 4%에 그칠 것이다. 그 동안 외형성장을 위한 다양한 채널 확대/품목다각화 시도가 있었으나, 성과는 제한적이었다. 따라서 향후 국내 시장에 대해서는 눈높이를 낮추고, 안정적인 저성장 cash-cow로 아시아 이머징 국가에 적용할 수 있는 제품 개발과 유통채널 혁신을 도모하는 싱크 탱크로서의 역할에 만족해야 할 것이다.

이정인 3276-6239
jilee@truefriend.com

이상은 3276-6196
sangeun.lee@truefirend.com

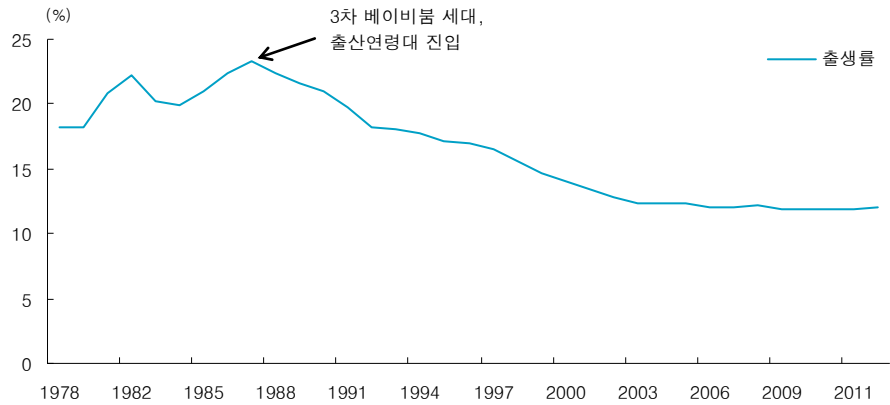
<표 16> 2013년 지역별 매출 성장 추정치

(단위: 십억원, %)

	2012A	2013F		% YoY	
		회사 가이드스	KIS 추정치	회사 가이드스	KIS 추정치
한국	164	164	170	0.1	3.7
해외	346	403	408	16.6	18.0
중국	261	312	316	22.9	21.2
동남아시아	56	73	73	24.2	30.0
내수	28	42			
수출	28	50			
미주/유럽	29	19	19	(36.5)	(34.0)
매출합계	508	567	578	19.1	21.3
영업이익	72	91	92.8	(1.4)	24.0
영업이익률(%)	14.2	16.0	16.1		

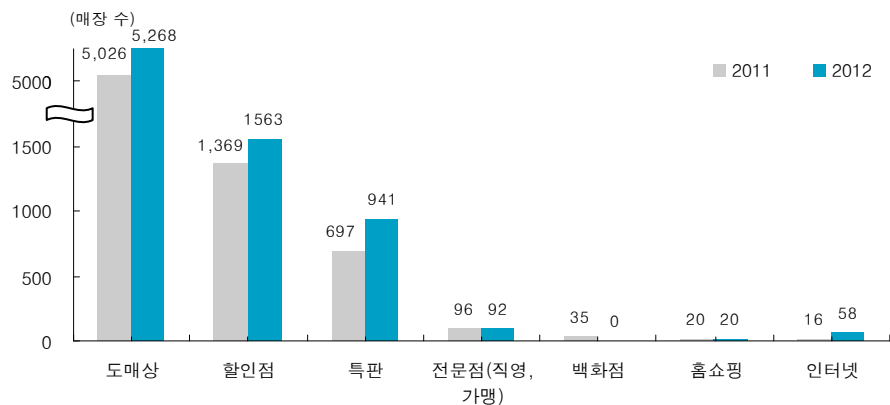
자료: 락앤락, 한국투자증권

[그림 22] 중국 출생률: 베이붐 세대의 출산연령대 진입으로 유아용품 시장 폭발적 성장 기대



자료: 중국통계연감, 한국투자증권

[그림 23] 중국 유통채널 현황: 락앤락 광범위한 유통 채널 장악력 보유



자료: 락앤락, 한국투자증권

〈표 17〉 글로벌 소비재 섹터 비교

국가	회사	종목코드	시가총액 (백만달러)	PER(x)			NP CAGR (%) (11-13F)	PEG(x) 2013F	매출성장률(%)		영업이익률(%)		ROE(%)	
				2012A	2013F	2014F			2012A	2013F	2012A	2013F	2012A	2013F
한국	락앤락	115390.KR	1,244	21.0	19.8	16.3	21.4	0.8	6.8	13.6	14.2	16.1	10.4	12.7
한국	LG 생활건강	051900.KR	7,527	36.0	26.0	21.8	18.5	1.2	12.9	17.0	11.4	12.1	27.0	26.3
중국	Hengan Int'l	1044.HK	12,195	33.6	27.0	22.7	19.8	0.8	26.9	14.3	18.3	22.8	23.2	26.6
일본	Unicharm	8113.JP	14,323	30.1	31.5	27.8	0.7	1.5	13.6	14.0	12.1	11.9	13.0	14.6
미국	Kimberly-Clark	KMB.US	37,865	16.1	17.5	16.3	16.9	0.7	1.0	1.7	12.8	15.2	30.9	39.6
	Tupperware	TUP.US	4,281	13.7	13.9	12.3	17.0	0.2	(0.0)	5.3	15.4	15.9	39.5	79.4
	Rubbermaid	NWL.US	7,258	13.1	13.8	12.6	106.1	0.4	0.6	2.6	12.0	12.8	20.9	24.2
	P&G	PG.US	213,397	15.9	19.2	17.9	0.0	3.1	1.4	1.2	17.8	18.8	16.4	18.2
평균				20.4	20.5	18.3	26.8	1.1	7.3	6.5	14.7	16.2	24.0	33.8

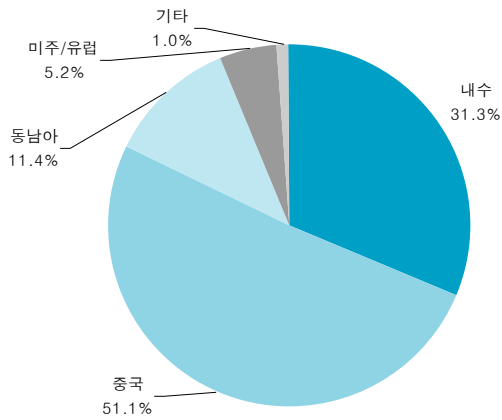
주: 1) LG생활건강 제외한 글로벌 소비재 섹터는 블룸버그 추정치
 2) 락앤락을 제외한 글로벌 회사의 주가는 3월 15일 종가 기준
 자료: 락앤락, LG생활건강, 블룸버그, 한국투자증권

〈표 18〉 중국 소비재 섹터 비교

국가	회사	종목코드	시가총액 (백만달러)	PER (x)			NP CAGR (%) (11-13F)	PEG(x) 2013F	매출성장률(%)		영업이익률(%)		ROE(%)	
				2012A	2013F	2014F			2012A	2013F	2012A	2013F	2012A	2013F
한국	락앤락	115390.KR	1,244	21.0	19.8	16.3	21.4	0.8	6.8	13.6	14.2	16.1	10.4	12.7
중국	Li&Fung	494.HK	11,374	22.0	21.9	16.8	(5.5)	(0.8)	25.4	4.4	4.1	3.1	18.0	11.4
	Belle Int'l	1880.HK	13,557	21.8	19.1	16.3	13.6	5.2	22.1	15.1	18.2	16.7	23.3	21.5
	Hengan Int'l	1044.HK	12,195	33.6	27.0	22.7	19.8	0.8	26.9	14.3	18.3	22.8	23.2	26.6
	Anta Sports	2020.HK	2,094	10.1	12.8	12.6	(23.1)	(0.5)	(14.4)	(16.3)	18.3	18.5	20.7	14.5
	Dongxiang	3818.HK	840	58.8	21.9	20.5	(59.7)	0.2	(35.7)	(26.1)	12.3	10.2	1.4	3.4
	Hengdeli	3389.HK	1,207	11.1	9.6	8.7	22.1	(2.5)	38.5	6.8	10.5	10.8	17.7	15.6
	Xtep Int'l	1368.HK	868	7.2	7.7	7.4	(15.3)	(0.6)	0.2	(15.6)	22.0	19.5	26.6	15.4
	Ports	589.HK	457	12.5	7.1	6.5	(11.3)	(1.4)	15.5	9.2	28.5	23.5	24.7	20.2
평균				22.1	15.9	13.9	(7.4)	0.0	9.8	(1.0)	16.5	15.6	19.5	16.1

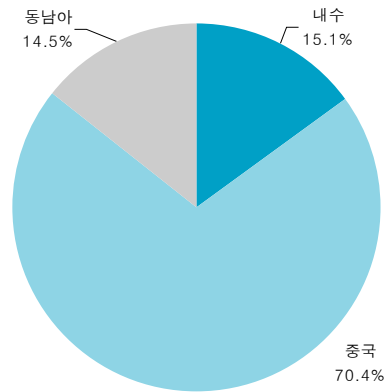
주: 중국 소비재 섹터는 블룸버그 추정치
 자료: 락앤락, 블룸버그, 한국투자증권

[그림 24] 지역별 매출 구성(2012년 기준)



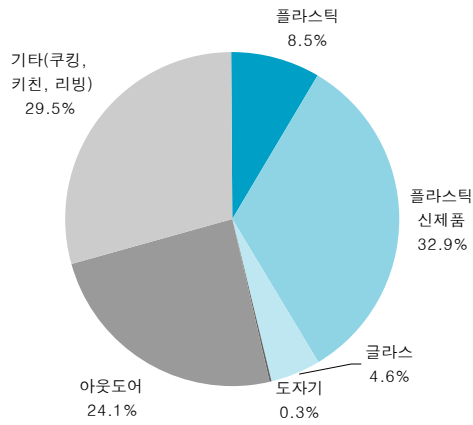
자료: 한국투자증권

[그림 25] 지역별 영업이익 구성(2012년 기준)



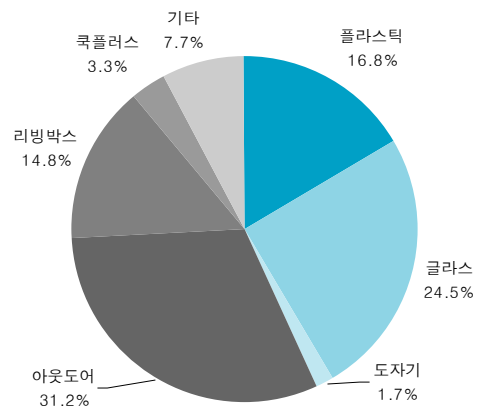
자료: 락앤락

[그림 26] 한국 제품별 매출 구성(2012년 기준)



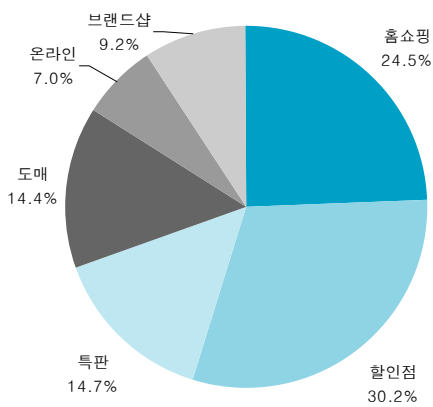
자료: 한국투자증권

[그림 27] 중국 제품별 매출 구성(2012년 기준)



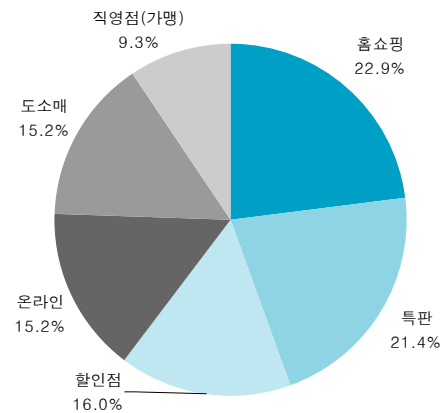
자료: 락앤락

[그림 28] 한국 유통채널별 매출 구성(2012년 기준)



자료: 한국투자증권

[그림 29] 중국 유통채널별 매출 구성(2012년 기준)



자료: 락앤락

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
유동자산	293	439	405	440	520
현금성자산	64	75	117	104	123
매출채권및기타채권	64	87	83	95	112
재고자산	88	127	108	121	143
비유동자산	159	283	352	325	338
투자자산	0	3	7	4	4
유형자산	136	233	287	311	322
무형자산	6	11	14	10	11
자산총계	452	721	758	765	858
유동부채	53	123	142	147	120
매입채무및기타채무	27	40	41	47	54
단기차입금및단기사채	9	69	95	75	55
유동성장기부채	2	2	0	0	0
비유동부채	5	36	31	30	32
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	2	23	21	18	18
부채총계	57	159	173	177	152
지배주주지분	394	563	585	588	706
자본금	25	28	28	28	28
자본잉여금	184	315	315	315	315
자본조정	0	(14)	(19)	(86)	(55)
이익잉여금	184	225	276	347	433
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	394	563	585	588	706

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
영업활동현금흐름	(10)	17	83	97	67
당기순이익	66	51	60	75	91
유형자산감가상각비	12	15	23	21	25
무형자산상각비	0	1	1	1	1
자산부채변동	(93)	(55)	(6)	(0)	(49)
기타	4	7	4	0	0
투자활동현금흐름	(96)	(198)	(50)	(16)	(56)
유형자산투자	(45)	(116)	(94)	(50)	(40)
유형자산매각	1	1	4	4	4
투자자산순증	(39)	(85)	43	3	(1)
무형자산순증	(1)	(1)	(4)	4	(3)
기타	(13)	3	(0)	23	(16)
재무활동현금흐름	117	189	15	(94)	7
자본의증가	155	134	0	0	0
차입금의순증	0	0	0	(22)	(20)
배당금지급	(6)	(8)	(9)	(4)	(4)
기타	(32)	64	24	(67)	31
기타현금흐름	1	2	(5)	0	0
현금의증가	13	11	42	(13)	19

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
매출액	386	476	508	578	683
매출총이익	186	244	272	301	355
판매관리비	200	232	237	277	328
기타영업손익	116	154	165	183	215
영업이익	84	78	72	93	113
금융수익	6	5	7	8	9
이자수익	3	3	6	8	9
금융비용	0	7	4	4	4
이자비용	0	3	4	4	4
기타영업외손익	(4)	(5)	3	(1)	(1)
관계기업관련손익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	85	71	77	96	117
법인세비용	19	21	17	22	26
연결당기순이익	66	51	60	75	91
지배주주지분순이익	66	51	60	75	91
기타포괄이익	1	7	(24)	0	0
총포괄이익	67	57	36	75	91
지배주주지분포괄이익	67	57	36	75	91
EBITDA	97	94	96	115	139

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	1,338	1,007	1,100	1,370	1,665
BPS	7,881	10,484	10,979	11,034	13,175
DPS	160	160	80	80	80
성장성(% YoY)					
매출증가율	38.0	23.3	6.8	13.6	18.2
영업이익증가율	29.6	(7.3)	(7.4)	29.2	21.2
순이익증가율	38.4	(23.3)	18.4	24.5	21.5
EPS증가율	12.3	(24.8)	9.2	24.6	21.5
EBITDA증가율	23.8	(3.0)	3.0	19.6	20.4
수익성(%)					
영업이익률	21.8	16.4	14.2	16.1	16.5
순이익률	17.1	10.6	11.8	12.9	13.3
EBITDA Margin	25.0	19.7	19.0	20.0	20.3
ROA	18.7	8.6	8.1	9.8	11.2
ROE	23.3	10.6	10.4	12.7	14.0
배당수익률	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
안정성					
순차입금(십억원)	(98)	(108)	(81)	(102)	(157)
차입금/자본총계비율(%)	3.2	16.7	19.8	15.9	10.4
Valuation(X)					
PER	26.6	38.1	21.0	19.8	16.3
PBR	4.5	3.7	2.1	2.5	2.1
PSR	4.5	4.1	2.5	2.6	2.2
EV/EBITDA	17.7	21.2	12.2	11.9	9.5

로만손(026040)

Not rated

주가(4/4, 원)	9,480
시가총액(십억원)	153
자본금(십억원)	8.4
52주 최고/최저가(원)	13,800/4,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	3,189
외국인지분율(%)	0.4

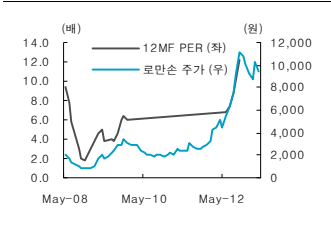
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	87	8	9	7	546	(6.3)	10	3.6	4.1	0.7	18.8
2011A	104	6	5	4	348	(36.2)	8	8.1	7.3	0.9	10.4
2012A	122	8	9	7	543	55.9	10	18.6	16.8	2.8	15.0
2013F	153	15	17	13	935	72.1	18	10.1	9.2	2.2	22.5
2014F	197	24	26	21	1,414	51.3	27	6.7	6.0	1.7	27.0

주: 순이익 및 EPS는 자본법이익이 반영된 조정당기순이익 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.3	0.7	106.1
상대주가(%p)	8.9	2.4	109.0

12MF PER 추이



J.ESTINA 핸드백, 성장궤도에 오르다

똑똑한 브랜드 확장 전략: 로만손은 주얼리에서 성공한 J.ESTINA 브랜드를 2011년 5월 핸드백에 접목했다. 론칭된 지 2년여 만에 2013년 1분기 핸드백 예상 매출액은 106억원으로 전년동기대비 100% 이상의 성장이 예상된다. J.ESTINA 주얼리 부분에서 김연아, 손연재(이상 귀걸이) 등 국제적 인지도를 가진 스포츠스타를 후원하는 PPL 방식으로 2004년부터 8년간 32.5%의 성장가도를 달렸고, J.ESTINA 핸드백은 소녀시대, 김수현&카야, 다코다패닝 자매 등을 차례로 모델로 내세워 타겟층인 20~30대 여성에게 효과적으로 어필했다. 올해 8~9월경에는 J.ESTINA 향수를 론칭하여 신규 영역에도 도전한다. 로만손은 J.ESTINA 브랜드 하나로 주얼리→핸드백→향수/바디제품으로 확장하는 브랜드 확장 전략을 구사하는 것이다. 이는 과거 루이비통이 가방에서 주얼리로, 샤넬이 가방에서 화장품으로, 캘빈클라인이 청바지에서 이너웨어로 하나의 브랜드로 다양한 영역에 진출한 해외 명품 브랜드의 확장 전략과도 동일하다.

ASP 높은 핸드백, 이익 기여도 높아질 것: 핸드백은 2011년 론칭 당시 매출 비중이 8%에 불과했으나 2012년 20%에 이어 올해는 30%로 높아질 전망이다. 핸드백은 ASP가 40~50만원이기 때문에 시계(10~30만원), 주얼리(15~40만원)에 비해 Q증가에 따른 매출액 증가 속도가 빠르다는 점에서 긍정적이다. 2011년 말 5개에 불과했던 핸드백 매장은 2012년 6월 기준 14개, 2012년 연말 24개, 2013년 3월 말 현재 30개(백화점 24개, 면세점 6개)로 급증했다. 이미 인지도와 선호도를 확보한 J.ESTINA 브랜드로 영역만 확장한 것이기 때문에 브랜드를 알리기 위해 별도의 마케팅 비용을 투입하지 않는다는 점에서 매출이 증가할수록 이익 개선 속도가 빠르다는 장점이 있다.

해외공항 면세점을 통한 해외진출: J.ESTINA 브랜드가 자리잡으면서 영역 확장을 통한 성장 모멘텀 확보, 시장 개척을 통한 수출주로서 리레이팅을 피하고 있다. 우선적으로 상반기에 싱가포르 창이공항(4월 중 오픈), 인도네시아 자카르타 공항(5~6월 중) 입점을 통해 해외 면세점 시장에 진출하고 하반기 이후 중국 면세점 입점을 계획하고 있다. 인천 및 제주공항에 위치한 J.ESTINA 매장에서 ‘김연아 귀걸이’로 알려진 귀걸이 구입층의 20%가 중국인이다. 중국인 타겟층 내 선호도가 높아져 동사는 연내 하이난 면세점 개점을 통해 중국 진출을 계획하고 있다.

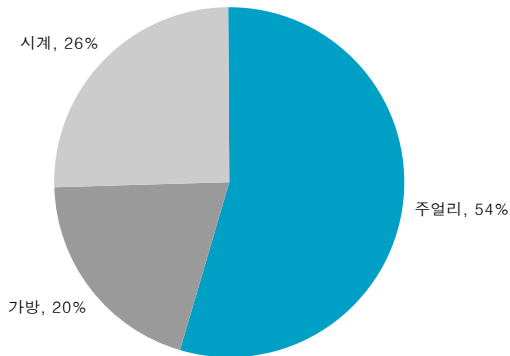
실적이 받침된 리레이팅 가능: 설립 이후 매년 사상 최대 매출을 경신한 점과 향후 성장이 지속될 것으로 예상되는 점은 주가의 프리미엄 요인이다. 또한 브랜드 확장으로 성장 기회는 많은데 비해, 기존 구축된 브랜드를 활용해 별도 마케팅 비용이 줄어 올해 영업이익은 전년 대비 88% 증가할 전망이다. 현 주가는 12MF EPS 기준 PER 10.1배에 불과하다. 작년 실적에 비해 빠르게 반영되었던 J.ESTINA 브랜드 가치를 핸드백 매출 급증에 따른 호실적으로 화답할 때가 왔다.

박기영 3276-5979
parkga00@truefriend.com

기업개요	EQ 지수
<p>□ 기업개요: 시계 제조회사로 시작해 시계 브랜드 회사로 성장. 2004년 주얼리 부문에서 J.ESTINA 브랜드를 성공적으로 론칭하여 핸드백 사업으로 확장</p> <p>□ 주주 구성: 대표이사 김기문 외 특수관계인 34%</p>	<ul style="list-style-type: none"> 성장성: ★★★★★ 이익안정성: ★★★☆☆ 기업신뢰성: ★★★☆☆
사업부문별 성장성/수익성 Matrix	기업가치 및 주가의 핵심변수
	<ul style="list-style-type: none"> 내수시장에서 J.ESTINA 핸드백의 성공적인 자리매김 싱가폴, 인도네시아 면세점을 통한 해외 진출 성공 여부
	리스크
	<ul style="list-style-type: none"> 빠른 사업 확장(핸드백→향수, 바디제품)으로 인한 브랜드 가치 희석 김기석 사장이 보유한 BW 9만주(만기 2014년 8월) 오버행 이슈

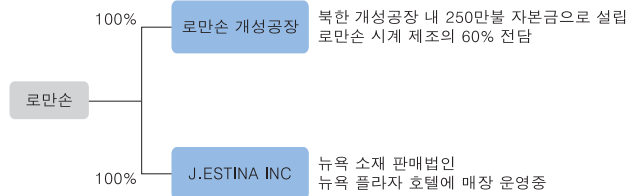
제품	매출액 (비중)	영 업 이익률	3C			기타
			Company	Customer	Competitor	
주얼리	665억원 (54%)	15%	<ul style="list-style-type: none"> 외주가공 시스템, 디자인과 마케팅에 역량 집중 티아라(tiara)를 기본 컨셉으로 하는 J.ESTINA 브랜드 론칭 엑세사리와 파일 주얼리의 중간 시장인 브리지 주얼리 시장 겨냥 	<ul style="list-style-type: none"> 한국, 한국 내 관광객(중국, 일본) 	<ul style="list-style-type: none"> 스와로브스키, 아가타, 디앤지(D&G), 골든듀(Golden dew), 우노아레(Unoare), 장폴앤클라리(Jean Paul & Clarisse), 우림 FMG(Stone Henge) 	<ul style="list-style-type: none"> 외주가공 시스템, 디자인과 마케팅에 역량 집중 티아라(tiara)를 기본 컨셉으로 하는 J.ESTINA 브랜드 론칭 엑세사리와 파일 주얼리의 중간 시장인 브리지 주얼리 시장 겨냥
핸드백	246억원 (20%)	10%~20%	<ul style="list-style-type: none"> J.ESTINA 브랜드 인지도를 바탕으로 주얼리 백 개념으로 브랜드 안착 중 	<ul style="list-style-type: none"> 한국, 한국 내 관광객(중국, 일본) 	<ul style="list-style-type: none"> 성주그룹(MCM), 태진인터내셔널(루이 까뜨즈), 코오롱인더스트리(쿠론), 제일모직(빈폴, 니나리찌), 메트로시티, 러브캣 	<ul style="list-style-type: none"> 소녀시대, 김수현, 카야, 다코다 패닝 자매 등 모델 기용하여 20~30대 여성층 공략
손목시계	312억원 (26%)	소폭 흑자	<ul style="list-style-type: none"> 디자인부문 담당, 시간을 나타내는 무브먼트는 100% 수입으로 해결 50%를 자회사 로만손 개성공장에서 조달 (정치적 리스크 부각시 중국 OEM 업체로 전환 가능) 	<ul style="list-style-type: none"> 수출과 내수 병행 OEM 이 아닌 자기 브랜드로 수출에 주력 러시아, 중동, 동유럽 등 세계 62개국에 진출 	<ul style="list-style-type: none"> 오리엔트, 삼성시계(SWC), 베네비타, 포체, 우림 FMG(Gallery o'clock), 루이까뜨즈 	<ul style="list-style-type: none"> 디자인부문 담당, 시간을 나타내는 무브먼트는 100% 수입으로 해결 60%를 자회사 로만손 개성공장에서 조달

[그림 30] 매출비중(2012년 기준)



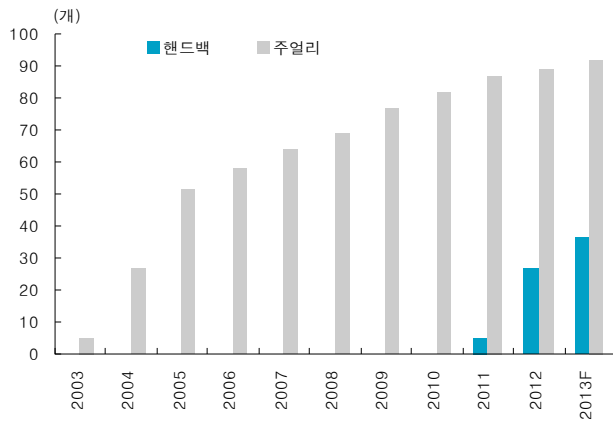
자료: 로만손

[그림 31] 로만손 계열사



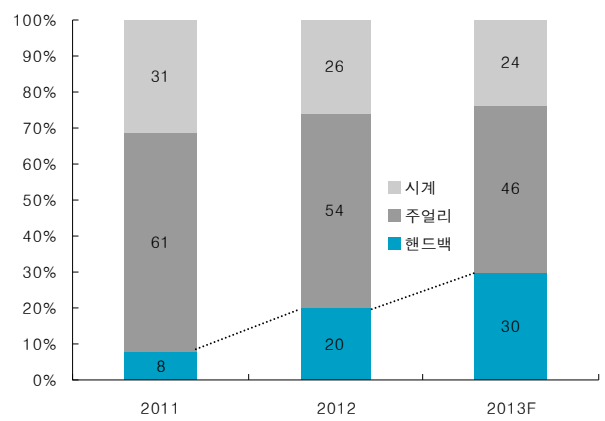
자료: 로만손

[그림 32] 상품별 매장 수 추이 & 예상



자료: 로만손

[그림 33] 핸드백 매출비중 증가추이



자료: 로만손, 한국투자증권

[그림 34] 사업부문 확대 및 ASP 확대



자료: 한국투자증권

[그림 35] celebrity 마케팅 사례- 김연아, 손연재, 소녀시대



자료: News flow, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
유동자산	56	62	66	81	101
현금성자산	12	10	11	11	14
매출채권및기타채권	20	23	23	33	36
재고자산	19	23	25	31	42
비유동자산	27	26	29	32	35
투자자산	6	6	7	9	11
유형자산	16	17	20	20	20
무형자산	2	2	3	3	4
자산총계	83	89	96	113	136
유동부채	36	42	41	46	48
매입채무및기타채무	9	10	12	15	19
단기차입금및단기사채	24	30	27	27	27
유동성장기부채	1	1	0	0	0
비유동부채	6	1	0	0	0
사채	3	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1	0	0	0	0
부채총계	42	43	41	46	48
자본금	8	8	8	9	9
자본잉여금	12	13	14	15	15
자본조정	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	23	27	34	46	66
자본총계	41	45	54	68	88
조정자본총계	41	46	55	68	88

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
영업활동현금흐름	5	0	7	6	11
당기순이익	7	4	7	13	21
유형자산감가상각비	1	2	2	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(6)	(7)	(2)	(11)	(13)
기타	2	1	(0)	0	0
투자활동현금흐름	(2)	(3)	(4)	(6)	(7)
유형자산투자	(2)	(2)	(4)	(2)	(2)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	1	(1)	0	(2)	(2)
무형자산순증	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
기타	0	0	(0)	(1)	(1)
재무활동현금흐름	(1)	(0)	(1)	(0)	(1)
자본의증가	0	1	2	1	0
차입금의순증	(0)	0	(3)	(0)	0
배당금지급	(1)	(1.0)	(0.4)	(1)	(1)
기타	(0)	0	(0)	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	(0)	0	0
현금의증가	2	(3)	1	(0)	3

주: 1. K-IFRS (별도) 기준
 2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

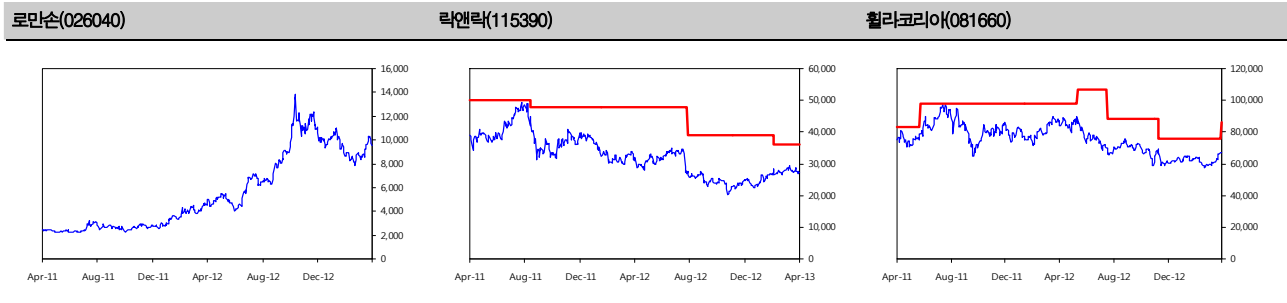
	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
매출액	87	104	122	153	197
매출총이익	36	40	44	55	73
판매관리비	52	64	78	98	124
기타영업손익	43	57	70	83	100
영업이익	8	6	8	15	24
금융수익	0	0	0	0	0
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	1	1	1	1	1
이자비용	1	1	1	1	1
기타영업외손익	1	(0)	2	2	3
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	9	5	9	17	26
법인세비용	2	1	2	3	5
당기순이익	7	4	7	13	21
기타포괄이익	(0)	0	0	0	0
총포괄이익	7	4	7	13	21
EBITDA	10	8	10	18	27
조정당기순이익	7	4	8	14	21

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	546	348	543	935	1,414
BPS	2,970	3,225	3,571	4,279	5,472
DPS	75	50	75	75	75
성장성(% YoY)					
매출증가율	19.2	19.1	17.5	25.3	28.7
영업이익증가율	27.9	(26.1)	29.5	88.1	57.6
순이익증가율	(3.5)	(36.1)	69.1	82.9	52.1
EPS증가율	(6.3)	(36.2)	55.9	72.1	51.3
EBITDA증가율	24.6	(20.0)	29.0	72.5	49.8
수익성(%)					
영업이익률	9.7	6.0	6.6	9.9	12.2
순이익률	8.0	4.3	6.2	9.0	10.7
EBITDA Margin	11.4	7.7	8.4	11.6	13.5
ROA	8.6	5.0	7.9	12.9	16.9
ROE	18.8	10.4	15.0	22.5	27.0
배당수익률	3.8	1.8	1.0	0.8	0.8
안정성					
순차입금(십억원)	15	18	14	14	10
차입금/자본총계비율(%)	72.7	69.0	50.3	40.0	30.9
Valuation(X)					
PER	3.6	8.1	18.6	10.1	6.7
PBR	0.7	0.9	2.8	2.2	1.7
PSR	0.3	0.4	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA	4.1	7.3	16.8	9.2	6.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
로만손(026040)	2013.04.05	NA	-		2011.05.29	매수	98,000원
락앤락(115390)	2011.05.30	매수	50,000원		2012.05.16	매수	107,000원
	2011.08.17	매수	48,000원		2012.07.22	매수	88,000원
	2012.07.31	매수	39,000원		2012.11.15	매수	76,000원
	2013.02.08	매수	36,000원		2013.04.05	매수	86,000원
휠라코리아(081660)	2011.04.10	매수	83,000원				



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 4월 5일 현재 로만손, 락앤락, 힐라코리아 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.